



07 | 08 $\frac{1}{2}$

Rapport financier semestriel au 30 septembre 2008

züblin
IMMOBILIÈRE

Comptes consolidés au 30 septembre 2008	3 à 31
Rapport des Commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle	32 à 34
Rapport de gestion	35 à 66

Züblin Immobilière France

**SA au capital de 55 033 698 €
52, rue de la Victoire
75009 Paris**

Comptes consolidés au 30 septembre 2008

Bilan consolidé

Actif

en K€	Notes	30/09/2008	31/03/2008
ACTIFS NON COURANTS			
Actifs corporels		210	237
Immeubles de placement	1	336 270	374 737
Autres actifs non courants	2	230	382
Dérivés à la juste valeur	3	6 938	3 424
TOTAL DE L'ACTIF NON COURANT		343 648	378 780
ACTIFS COURANTS			
Créances clients	4	6 945	8 964
Autres créances	5	4 212	4 010
Charges constatées d'avance	6	191	440
Trésorerie et équivalents de trésorerie	7	23 044	22 784
TOTAL DE L'ACTIF COURANT		34 393	36 198
TOTAL ACTIF		378 041	414 978

Passif

en K€	Notes	30/09/2008	31/03/2008
CAPITAUX PROPRES			
Capital		54 874	54 940
Primes d'émission		51 330	58 632
Obligations remboursables en actions	8	29 558	29 558
Réserves consolidées		11 239	6 633
Couverture de flux de trésorerie future		6 938	3 046
Résultat consolidé - part du Groupe		-32 608	5 897
CAPITAUX PROPRES - PART DU GROUPE		121 332	158 706
INTERETS MINORITAIRES		0	0
TOTAL CAPITAUX PROPRES		121 332	158 706
PASSIFS NON COURANTS			
Dettes bancaires	9	226 278	226 178
Autres dettes financières	8 / 10	5 805	6 375
Instruments financiers	3	0	378
Dettes d'impôts - exit tax	12	4 285	4 197
TOTAL DU PASSIF NON COURANT		236 368	237 128
PASSIFS COURANTS			
Part courante des emprunts et dettes financières			
		3 069	2 834
Dettes bancaires	9	1 213	1 055
Autres dettes financières	10	1 856	1 779
Dettes fournisseurs et autres dettes		17 272	16 310
Dettes fournisseurs		1 375	711
Dettes fiscales et sociales	13	2 714	2 112
Dettes d'impôt exigible	12	4 530	4 419
Autres dettes	11	1 497	2 461
Produits constatés d'avance	4	7 156	6 607
TOTAL DU PASSIF COURANT		20 341	19 144
TOTAL PASSIF		378 041	414 978

Compte de résultat

en K€	Notes	30/09/2008	31/03/2008	30/09/2007
Revenus locatifs	14	13 348	20 910	8 753
Charges du foncier		-134	-185	-104
Charges locatives non récupérées		-60		
Charges sur immeubles		-103	-307	-151
Loyers nets		13 051	20 418	8 498
Frais de structure		-794	-1 501	-790
Frais de personnel		-486	-1 158	-294
Variation des provisions		-100		
Frais de fonctionnement		-1 380	-2 659	-1 084
Ajustement à la hausse des immeubles de placement			7 813	8 304
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	1	-38 467	-4 865	-1 131
Incidence de la valorisation hors droits des acquisitions de l'exercice	1		-8 258	
Incidence des investissements	1	-612	-360	-1
Ajustement à la hausse du portefeuille-titre		64		
Solde net des ajustements de valeur		-39 015	-5 670	7 172
Produit de cession des immeubles placement			13 075	13 075
VNC des immeubles cédés	1		-9 415	-9 415
Résultat de cession des immeubles de placement		0	3 660	3 660
Résultat opérationnel net		-27 344	15 749	18 247
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	15	387	1 905	1 367
Intérêts et charges assimilées	15	-5 651	-11 757	-4 983
Coût de l'endettement financier net		-5 264	-9 852	-3 616
Résultat net avant impôt		-32 608	5 897	14 631
Impôts sur les bénéfices				
Impôts différés				
Ajustement écart d'acquisition				
Résultat net de l'ensemble consolidé		-32 608	5 897	14 631
Dont part du Groupe		-32 608	5 897	14 631
Dont part des minoritaires		0	0	0

	Comptes consolidés 30/09/2008	Comptes consolidés 31/03/2008	Comptes consolidés 30/09/2007
Résultat net de l'ensemble consolidé (en K€)	-32 608	5 897	14 631

Résultat par action

Nombre d'actions ordinaires moyen sur la période (actions propres déduites)	9 145 641	8 016 750	6 879 568
Résultat net pondéré par action (en €)	-3,57	0,74	2,13
Nombre d'actions ordinaires à la clôture (actions propres déduites)	9 145 641	9 156 734	9 159 535
Résultat net par action (en €)	-3,57	0,64	1,60
Nombre d'actions ordinaires à la clôture	9 172 283	9 172 283	9 172 283
Résultat net par action (en €)	-3,56	0,64	1,60
Nombre d'actions moyen (actions potentielles* dilutives comprises) sur la période (actions propres déduites)	11 745 641	9 696 667	7 639 401
Résultat net dilué et pondéré par action (en €)	-2,78	0,61	1,92
Nombre d'actions ordinaires majoré des actions ordinaires potentielles* dilutives à la clôture (actions propres déduites)	11 745 641	11 756 734	11 759 535
Résultat net dilué par action (en €)	-2,78	0,50	1,24
Nombre d'actions ordinaires majoré des actions ordinaires potentielles* dilutives à la clôture	11 772 283	11 772 283	11 772 283
Résultat net par action (en €)	-2,77	0,50	1,24

* Les actions potentielles auxquelles il est fait référence au 30 septembre 2007, au 31 mars 2008 et au 30 septembre 2008 sont les 2 500 000 actions résultant des ORA et les 100 000 BSA de P. Essig

Tableau des flux de trésorerie consolidés

en K€	30/09/2008	31/03/2008	30/09/2007
Flux net de trésorerie généré par l'activité			
Résultat net des sociétés	-32 608	5 897	14 631
Variation de juste valeur des immeubles de placement	39 079	5 669	-7 171
Autres produits et charges	210	1 115	634
Coût de l'endettement financier net	5 473	8 679	2 896
Charge d'impôt		0	0
Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier net et impôt	12 155	21 360	10 990
Impôt versé	0	-4 548	46
Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité	3 118	-1 146	757
FLUX NET DE TRESORERIE GENERE PAR L'ACTIVITE	15 273	15 666	11 793
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement			
Acquisitions d'immobilisations	0	-154 528	-4 850
Incidence variation de périmètre	0		
Variation de juste valeur des immeubles cédés	0	9 415	9 415
Acquisitions autres immobilisations	-612	-368	
FLUX DE TRESORERIE LIES AUX OPERATIONS D'INVESTISSEMENT	-612	-145 481	4 565
Flux de trésorerie liés aux opérations de financement			
Emissions d'emprunts	0	95 000	10 000
Emissions obligations remboursables en actions (ORA)	0	35 500	35 500
Emission Bons de souscriptions d'action (BSA)	0	70	70
Rémunération de la composante capitaux propres - ORA	-1 290		
Acquisition actions propres	-31	-137	-107
Frais d'émission d'emprunts	0	-1 672	-983
Remboursements d'emprunts	-442	-27 794	-27 794
Dividendes versés	-7 322	-3 669	-3 669
Augmentation de capital	0	23 586	23 586
Augmentation prime émission	0	29 979	29 979
Remboursement des dépôts locataires	0	-514	-275
Intérêts financiers nets versés	-5 316	-8 732	-2 420
Incidence des variations de périmètre - Trésorerie			
FLUX DE TRESORERIE LIES AUX OPERATIONS DE FINANCEMENT	-14 402	141 617	63 887
Variation de trésorerie	260	11 802	80 246
<i>Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité</i>			
Variation du BFR d'exploitation	3 118	-1 146	757
<u>Trésorerie à la clôture</u>	23 044	22 784	91 228
Trésorerie à la clôture	23 044	22 784	91 228
<u>Trésorerie à l'ouverture</u>	22 784	10 982	10 982
Trésorerie à l'ouverture	22 784	10 982	10 982
Variation de trésorerie de la période	260	11 802	80 246

Tableau de variation des Capitaux propres

	Capital social	Prime d'émission	Obligations remboursables en actions	Réserves consolidées	Réserves de cash flow hedge	Résultat consolidé	Capitaux propres - part du Groupe	Intérêts minoritaires	Total capitaux propres	
Capitaux propres au 31/03/2007	31 427	32 317	-	-	3 035	4 124	9 667	74 500	-	74 500
Couverture flux de trésorerie					3 105		3 105			3 105
Total des charges et produits reconnus directement en capitaux propres	-	-	-	-	3 105	-	3 105	-		3 105
Résultat net -part du Groupe						12 810	12 810			12 810
Total des produits et charges de l'exercice						12 810	12 810			12 810
Total des charges et produits reconnus directement en capitaux propres	-	1 469	-	352		1 821	-			-
Augmentation de capital en numéraire	23 586	31 448					55 034			55 034
Imputation des actions propres	- 56	- 52					- 108			- 108
Réserves consolidées				9 667		- 9 667				
Distribution de dividendes		3 669					- 3 669			- 3 669
Emission d'obligations remboursables en actions (ORA)			29 910				29 910			29 910
Bons de souscription d'actions		70					70			70
Annulation intérêts minoritaires										
Résultat de l'exercice										
Capitaux propres au 30/09/2007	54 957	58 645	29 910	6 280	7 229	14 631	171 653	-		171 653
Capitaux propres au 31/03/2007	31 427	32 317	-	-	3 035	4 124	9 667	-		74 500
Couverture flux de trésorerie					0	-1 078	-1 078			-1 078
produits reconnus directement en capitaux propres	0	0	0	0	0	-1 078	0	-1 078	0	-1 078
Résultat net -part du Groupe						5 897	5 897			5 897
Total des produits et charges de l'exercice						5 897	5 897			5 897
Augmentation de capital en numéraire	23 586	31 448					55 034			55 034
Imputation des actions propres	-73	-65					-138			-138
Distribution de dividendes		-3 669					-3 669			-3 669
Imputation de frais d'émission		-1 469	-352				-1 821			-1 821
Réserves consolidées				9 667		-9 667	0			0
Emission d'obligations remboursables en actions (ORA)			29 910	0			29 910			29 910
Bons de souscription actions		70					70			70
Capitaux propres au 31/03/2008	54 940	58 632	29 558	6 633	3 046	5 897	158 706	0		158 706

Capitaux propres au 31/03/2008	54 940	58 632	29 558	6 633	3 046	5 897	158 706	0	158 706
Couverture flux de trésorerie				-	3 892		3 892		3 892
Total des charges et produits reconnus directement en capitaux propres	-	-	-	-	3 892	-	3 892	-	3 892
Résultat net -part du Groupe					- 32 608	-	32 608		- 32 608
Total des produits et charges de l'exercice					- 32 608	-	32 608		- 32 608
Augmentation de capital en numéraire							-		-
Imputation des actions propres	- 67	36					31		31
Distribution de dividendes		7 338					7 338		7 338
Imputation de frais d'émission							-		-
Réserves consolidées				5 897		- 5 897			
Emission d'obligations remboursables en actions (ORA)							-		-
Rémunération de la composante capitaux propres (ORA)				- 1 290			1 290		- 1 290
Bons de souscription actions							-		-
Capitaux propres au 30/09/2008	54 873	51 330	29 558	11 240	6 938	- 32 608	121 332	-	121 332

ANNEXES AUX COMPTES CONSOLIDES

I Présentation du Groupe Züblin Immobilière France

1.1 Informations générales

Züblin Immobilière France S.A. (la « Société »), filiale de Züblin Immobilien Holding AG (société cotée au SWX-Zürich, holding du Groupe Züblin), est enregistrée au Registre du Commerce de Paris sous le numéro 448 364 232. Son siège social se situe au 52, rue de la Victoire 75009 Paris.

Züblin Immobilière France et ses filiales (le « Groupe ») sont spécialisées dans la détention, l'administration, la gestion et l'exploitation par bail, location ou autrement d'actifs immobiliers d'entreprise (bureaux, commerces et plateformes logistiques).

La Société est cotée sur le marché règlementé français, précisément sur le compartiment C d'Euronext Paris de NYSE Euronext.

Les états financiers consolidés résumés de la Société pour la période allant du 1^{er} avril 2008 au 30 septembre 2008 ont été arrêtés le XX novembre 2008 par le conseil d'administration.

II Faits significatifs du semestre

Le premier semestre de l'exercice clos au 31 mars 2009 a été marqué principalement par les faits suivants :

2.1. Distribution de dividendes et intérêts sur ORA

L'assemblée générale mixte du 23 juin 2008 a approuvé le versement d'un dividende au titre de l'exercice clos au 31 mars 2008 de 0,80 €/action prélevé sur les primes d'émission. Cette distribution d'un montant global de 7,3 M€ a été réalisée le 27 juin 2008.

Le 7 août 2008, la Société a versé en intérêts au porteur de l'ORA le montant le plus élevé entre un coupon de 2% de la valeur du nominal et le dernier dividende par action versé aux actionnaires multiplié par la parité de remboursement (soit 1000). Sur la base du dividende de 0,80 €, la Société a effectué un paiement d'un montant global de 2 M€.

III Principes et méthodes comptables

Les comptes consolidés semestriels résumés ont été préparés en conformité avec la norme IAS 34, « l'information financière intermédiaire », telle qu'adoptée dans l'Union Européenne. Ils ne comportent pas l'intégralité des informations requises pour des états financiers annuels complets et doivent être lus conjointement avec les états financiers du Groupe pour l'exercice clos le 31 mars 2008.

3.1. Principales normes comptables

Les états financiers consolidés au 30 septembre 2008 sont présentés en conformité avec les normes et interprétations IFRS conformément au règlement n° 1606/2002 de la Commission Européenne adoptée le 19 juillet 2002 pour l'ensemble des sociétés cotées.

Les comptes consolidés arrêtés au 30 septembre 2008 du Groupe ont été préparés selon le référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne (http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/ias_fr.htm#adopted-commission) et applicable à cette date.

Les principes comptables retenus sont cohérents avec ceux utilisés dans la préparation des comptes consolidés annuels pour l'exercice clos le 31 mars 2008, à l'exception de l'adoption des nouvelles normes et interprétations suivants : IFRIC 11.

3.1.1 Application de nouvelles normes, amendements de normes et interprétations de normes en vigueur au sein de l'Union Européenne au 30 septembre 2008 et d'application obligatoire à cette date

IFRIC 11 IFRS 2 - Group and Treasury share Transactions est applicable au sein de l'UE pour les exercices ouverts en 2008 au plus tard.

3.1.2 Normes et interprétations non obligatoires au 1er janvier 2008 et que le groupe n'a pas souhaité anticiper

Le Groupe a choisi de ne pas appliquer par anticipation de norme, d'amendement ni d'interprétation dont la date d'application obligatoire est postérieure au 30 septembre 2008, à savoir :

- La norme IFRS 8 « Secteurs opérationnels » : publiée par l'IASB le 30 novembre 2006 et applicable à compter du 1er janvier 2009, cette norme a été approuvée par l'Union Européenne le 21 novembre 2007. Le principe d'IFRS 8 est d'aligner la présentation de l'information sectorielle sur celle utilisée en interne par le management. Le Groupe étudiera les impacts de la norme IFRS 8 au cours du 2^{ème} semestre de l'exercice 2008/2009. Le Groupe continue par conséquent d'appliquer la norme IAS 14 dans les comptes consolidés résumés au 30 septembre 2008 ;

- La norme IAS 23 révisée « Coûts d'emprunt » ; publié par l'IASB le 29 mars 2007 et applicable à compter du 1er janvier 2009, cet amendement n'a pas encore été approuvé par l'Union Européenne. L'application de cette norme révisée par anticipation n'aurait pas d'impact sur les comptes consolidés résumés au 30 septembre 2008 ;

- La norme IAS 1 révisée « Présentation des états financiers » publiée par l'IASB le 6 septembre 2007 et applicable à compter du 1er janvier 2009, cet amendement n'a pas encore été approuvé par l'Union Européenne. La révision d'IAS 1 a pour but de faciliter l'analyse et la comparaison par les utilisateurs de l'information donnée dans les états financiers. Le Groupe étudiera les impacts de la norme IAS 1 révisée au cours du 2^{ème} semestre de l'exercice 2008/2009 ;

- L'IASB a achevé la seconde phase de son projet « Regroupements d'entreprises » en publiant, le 10 janvier 2008, la version révisée d'IFRS 3 « Regroupements d'entreprises » ainsi que la version amendée d'IAS 27 « Etats financiers consolidés et individuels ». Ces nouvelles dispositions sont applicables à compter du 1er juillet 2009, mais elles n'ont pas encore été approuvées par l'Union Européenne. Les acquisitions réalisées jusqu'à présent par le Groupe, n'ont pas été considérées comme des regroupements d'entreprises mais comme des acquisitions d'actifs ;

- L'IASB a publié, le 17 janvier 2008, un amendement à IFRS 2 « Paiement fondé sur des actions » intitulé « Conditions d'acquisition des droits et annulations ». Cet amendement est applicable aux exercices ouverts à compter du 1er janvier 2009, une application anticipée étant encouragée. Cet amendement n'a pas encore été approuvé par l'Union Européenne ;

- L'IASB a publié, le 22 mai 2008, la version définitive de son premier projet annuel d'améliorations des IFRS, sous la forme d'un document intitulé « Améliorations des IFRS ». En 2007, l'IASB a décidé de lancer un projet annuel d'améliorations qui lui permet d'apporter des modifications aux IFRS estimées nécessaires mais non urgentes, lorsque ces changements à opérer ne font pas partie d'autres projets majeurs. A moins qu'une disposition spécifique ne prévoie une autre date, les amendements entrent en vigueur au titre des exercices ouverts à compter du 1er janvier 2009, une application anticipée étant autorisée. Ce projet n'a pas encore été approuvé par l'Union Européenne. Le Groupe étudiera les éventuelles incidences de ce projet sur ses comptes au cours du 2^{ème} semestre de l'exercice 2007/2008 ;

- Le Groupe, de part son activité immobilière, n'est pas concerné par IFRIC 12 « Accords de concession de services », texte publié le 30 novembre 2006, applicable à compter du 1er janvier 2008 et non encore approuvé par l'Union Européenne ;

- Le Groupe n'est pas concerné par l'interprétation IFRIC 13 « Programmes de fidélisation des clients », texte publié le 28 juin 2007, applicable au 1er juillet 2008 et non encore approuvé par l'Union Européenne ;

- Le Groupe n'est pas concerné par l'interprétation IFRIC 14 « IAS 19 – limitation de l'actif au titre de prestations définies, obligations de financement minimum et leur interaction » texte publié le 5 juillet 2007, applicable au 1er janvier 2008 et non encore approuvé par l'Union Européenne. Cette interprétation n'est pas applicable au Groupe dans la mesure où les engagements de retraite à prestations définies ne font pas l'objet d'un financement compte tenu de leur montant non significatif ;

- L'IASB a publié, le 14 février 2008, des amendements afin d'améliorer la comptabilisation d'instruments financiers spécifiques, qui possèdent des caractéristiques similaires aux actions ordinaires mais sont comptabilisés parmi les passifs financiers. Ces amendements modifient les normes IAS 32 « Instruments financiers : présentation » et IAS 1 « Présentation des états financiers » et sont intitulés « Instruments financiers remboursables par anticipation à la juste valeur et obligations liées à la liquidation ». Ils sont applicables aux exercices ouverts à compter du 1er janvier 2009, une application anticipée étant encouragée mais ils n'ont pas encore été approuvés par l'Union Européenne ;

L'IASB a publié, le 22 mai 2008, des amendements à IFRS 1 « Première adoption des IFRS » et à IAS 27 « Etats financiers consolidés et individuels » relatifs à la détermination du coût d'une participation dans les états financiers individuels (« Coût d'une participation dans une filiale, une entité contrôlée conjointement ou une entité associée »). Ils sont applicables aux exercices ouverts à compter du 1er janvier 2009, une application anticipée étant autorisée. Ces amendements n'ont pas encore été approuvés par l'Union Européenne.

3.1.3 Options ouvertes par le référentiel comptable international et retenues par le Groupe

Certaines normes comptables internationales prévoient des options en matière d'évaluation et de comptabilisation des actifs et passifs. A ce titre, le Groupe a choisi la méthode d'évaluation de ses immeubles à la juste valeur comme la possibilité en est donnée par l'IAS 40.

3.1.4 Saisonnalité

L'activité du Groupe, qui consiste à louer et à développer son patrimoine immobilier, est par nature non saisonnière. En conséquence, les comptes consolidés semestriels ne sont pas influencés par des charges ou des produits saisonniers.

3.2. Immeuble de placement (IAS 40)

La Société a choisi comme méthode comptable, le modèle de la juste valeur, qui consiste conformément à l'option offerte par IAS 40, à comptabiliser les immeubles de placement à leur juste valeur et à constater les variations de valeur par le compte de résultat.

Les immeubles de placement sont évalués initialement à leur coût d'acquisition, y compris les coûts de transactions. La valeur comptable inclut les coûts de remplacement d'une partie de l'immeuble, lorsqu'ils sont supportés et si les critères de comptabilisation sont satisfaits. Elle n'intègre pas les coûts d'entretien courant de l'immeuble de placement. Les immeubles de placement sont ultérieurement évalués à leur juste valeur.

Juste valeur :

La juste valeur d'un immeuble de placement est le prix auquel cet actif pourrait être échangé entre des parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normale. Elle reflète l'état réel du marché et les circonstances prévalant à la date de clôture de l'exercice et non ceux à une date passée ou future, mais ne reflète pas les dépenses d'investissement futures qui amélioreront le bien immobilier ainsi que les avantages futurs liés à ces dépenses futures.

La juste valeur est déterminée au 30 septembre et au 31 mars sur la base d'expertises indépendantes fournissant des évaluations droits inclus, en prenant en compte une décote de 6,2% correspondant aux frais et droits de mutation au 30 septembre 2008.

Les variations de juste valeur sont enregistrées dans le compte de résultat sur la ligne «variations de valeur des immeubles de placement » et sont calculées de la façon suivante :

Variation de juste valeur= valeur de marché à la clôture de l'exercice – valeur de marché à la clôture de l'exercice précédent + montant des travaux et dépenses capitalisables de l'exercice.

Méthodologie d'expertise

L'ensemble des immeubles composant le patrimoine du Groupe a fait l'objet d'une expertise au 30 septembre 2008 par la société Jones Lang Lasalle.

La méthodologie principale retenue est celle des « discounted cash – flows ». Celle-ci consiste à évaluer les immeubles de placement par l'actualisation des flux de trésorerie futurs qui seront générés par leur exploitation.

Les hypothèses de calcul suivantes sont retenues pour la valorisation:

- prise en compte d'hypothèses d'inflation sur les loyers et les charges,
- horizon de prévision de dix ans,
- actualisation des flux en milieu d'année,
- probabilité de renouvellement des baux existants lors de leurs échéances. En cas de départ du locataire, relocation au loyer de marché après travaux (remise en état ou rénovation, selon le cas) et vacance,
- valeur terminale correspondant à la capitalisation du dernier flux au taux d'actualisation retenu pour les cash flows.

Les résultats obtenus à partir de la méthode des cash-flows actualisés sont confortés par des analyses complémentaires (transactions comparables, capitalisation des loyers) et par des études réalisées par les principaux acteurs du marché.

Méthodes de comptabilisation

Les immeubles de placement ne sont pas amortis.

Jusqu'à l'achèvement d'un immeuble en construction, en rénovation ou en cours d'aménagement, en vue d'une utilisation ultérieure en tant qu'immeuble de placement, les dispositions de la norme IAS 16 s'appliquent. Après l'achèvement des travaux, l'immeuble est qualifié comptablement d'immeuble de placement, sous réserve de répondre aux définitions de la norme IAS 40.

IV Gestion des risques financiers

Le Groupe Züblin Immobilière France attache une importance significative à la gestion active des risques financiers. Le Groupe a élaboré un programme de gestion des risques aux termes duquel les principaux risques inhérents à son activité sont identifiés, évalués et mesurés après prise en compte de facteurs atténuants. Le conseil d'administration est chargé de la supervision des activités de gestion des risques du Groupe et revoit à chacune de ses séances avec le management de la société, la situation de chaque risque identifié ainsi que le plan d'actions pour réduire ou éliminer ces risques.

La principale activité du Groupe est l'acquisition d'actifs immobiliers d'entreprise et la création de valeur par le management actif et plus tard la revente de ces actifs immobiliers. Afin de financer son portefeuille immobilier, des emprunts variables sont souscrits jusqu'au maximum de 70% de la valeur de l'investissement.

Les activités opérationnelles et financières du Groupe l'exposent aux principaux risques financiers suivants :

- Risque de fluctuation de la valeur des actifs immobiliers
- Risque de fluctuation des revenus locatifs
- Autres risques financiers
 - a) Risque de fluctuation de la valeur des actifs immobiliers

La détention d'actifs immobiliers destinés à la location expose le Groupe au risque de fluctuation de la valeur des actifs immobiliers et des loyers. La gestion de ces risques fait partie des compétences clés du Groupe Züblin Immobilière France. L'exposition à ces risques est notamment limitée par la sélection attentive des actifs à leur acquisition, leur détention dans une perspective à long terme.

- b) Risque de fluctuation des revenus locatifs

Les loyers constituent la principale source de revenus financiers du Groupe. Le Groupe est exposé à un risque de fluctuation de ses revenus du fait du départ potentiel de locataires (vacance) ou de révision à la baisse des loyers lors de renouvellement de baux (surlocation). Le Groupe suit attentivement le risque de fluctuation des revenus locatifs et s'emploie au travers de la gestion locative à pérenniser les loyers et le taux d'occupation des immeubles.

L'exposition du Groupe à ce risque résulte principalement de la situation locative de l'immeuble Jatte 1, loué à Roche et dont le bail arrive à échéance en juillet 2011.

Le non renouvellement de ce bail entrainerait une baisse temporaire (vacance) de 8,5 M€ (32% des loyers annualisés) des revenus locatifs. La relocation ultérieure de cet immeuble à des conditions de marché identiques à celles qui prévalent actuellement entrainerait également une diminution des recettes locatives de 2,4 M€ (9% des loyers annualisés).

- c) Autres Risques Financiers

- Risque de crédit

Le Groupe est principalement exposé au risque de crédit au travers de ses activités locatives. L'exposition à ce risque est limitée par la mise en place de procédures visant à s'assurer de la qualité de la signature des clients avec qui le Groupe entre en relation et notamment de leur solvabilité. De ce fait, les principaux locataires des actifs immobiliers du Groupe sont des entreprises nationales ou internationales de premier rang limitant ainsi le risque d'insolvabilité. De plus, un dépôt de garantie en espèces ou une caution bancaire est reçu de chaque locataire contribuant ainsi à minorer le risque de crédit.

Le risque de crédit lié aux actifs de trésorerie et d'équivalents trésorerie est limité par le fait que le Groupe travaille exclusivement avec des partenaires disposant d'excellentes notations de crédit.

Aucun risque d'insolvabilité significatif n'a été relevé au cours de l'exercice clos au 30 septembre 2008 ou des exercices précédents. Par conséquent, à ce jour le management estime que le risque que des partenaires ne soient pas en mesure d'honorer leurs obligations contractuelles est faible et ne peut être écarté.

- Risque de liquidité

Le tableau présentant les obligations contractuelles du Groupe résultant des passifs financiers se trouve dans le chapitre VI - Instruments financiers.

- Risque de taux d'intérêts

Le Groupe est exposé au risque lié à l'évolution des taux d'intérêts sur les emprunts à taux variables souscrits pour assurer le financement de ses opérations. La politique de gestion du risque de taux d'intérêt a pour objectif de limiter l'impact d'une variation des taux d'intérêt sur le résultat et les flux de trésorerie, ainsi que de minimiser le coût global du refinancement. Pour parvenir à ces objectifs, le Groupe souscrit des emprunts à taux variable et utilise des swaps pour couvrir leur risque d'exposition à la variation des taux.

Au 30 septembre 2008, l'intégralité des dettes bancaires fait l'objet d'une couverture par des swaps de taux d'intérêts, de telle sorte qu'une variation des taux d'intérêts à la hausse ou la baisse n'impacterait pas le résultat et les flux de trésorerie du Groupe. Toutefois les variations de taux d'intérêts ont un impact sur la juste valeur des swaps.

Le tableau ci-dessous présente la sensibilité de la juste valeur des swaps à une variation de 100 points de base à la hausse et à la baisse des taux d'intérêts :

	Augmentation/dim inution (en points de base)	Effet sur les capitaux propres	Effet sur le résultat avant impôt
En K€			
31/03/2008	+100	10 565	-
	(100)	- 11 327	-
30/09/2008	+100	9 477	-
	(100)	- 10 115	-

- Risque de change

Le Groupe ne réalisant aucune transaction significative en devises étrangères, il n'est pas exposé au risque de change.

- Risque du capital

L'objectif principal du Groupe en termes de gestion du capital est de maintenir un niveau de capital adéquat pour soutenir ses objectifs d'exploitation et de développement de société foncière tout en délivrant une rentabilité optimale à ses actionnaires.

L'outil principal de gestion du capital utilisé par le Groupe est son ratio d'endettement consolidé LTV qui se détermine en rapportant le montant total des encours de dettes bancaires et financières nets de la trésorerie et retraités de la composante dette des obligations remboursables en action à la juste valeur des immeubles de placement. Au 30 septembre 2008, comme au 31 mars 2008, le Groupe s'est fixé comme objectif de maintenir ce ratio au dessous d'un seuil de 65%. Le Groupe estime que le niveau de capitaux propres qui permet de satisfaire cet objectif de 65% LTV assure une notation de crédit suffisante tout en fournissant un effet de levier pour développer l'activité du Groupe et maximiser la valeur pour l'actionnaire.

Afin d'ajuster le ratio LTV et maintenir la structure de capital requise, les moyens suivants peuvent être utilisés par le Groupe :

- (i) Ajustement des versements de dividendes et remboursements de capital ;
- (ii) Emission de nouvelles actions ;
- (iii) Remboursement partiel des emprunts.

Au 30 septembre 2008, le ratio LTV de la Société, tel que défini ci-dessus, est de 60,8%.

V Notes et commentaires

Note 0 – Périmètre de consolidation

Le périmètre de consolidation est constitué :

- de la société Züblin Immobilière France – société mère ;
- de sa filiale Züblin Immobilière Paris Ouest – pourcentage d'intérêt et de contrôle : 100 %.
- de sa filiale SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens – pourcentage d'intérêt et de contrôle : 99,99 %

Züblin Immobilière Paris Ouest et SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens sont sous le contrôle exclusif direct de Züblin Immobilière France et de ce fait sont intégrées globalement.

Notes sur le Bilan

Note 1 – Immeubles de placement

L'évolution de la juste valeur des immeubles de placement, entre le 31 mars 2007 et le 30 septembre 2008 est la suivante :

Immeubles de placement	en €K	31/03/2007				31/03/2008				30/09/2008		
		Valeur	Acquisition (*)	Cession (**)	Variation de juste valeur	Valeur	Acquisition (*)	Cession (**)	Variation de juste valeur	Valeur		
Jatte 1		92 279			3 390	95 669			-7 529	88 140		
Jatte 2		37 476			848	38 324			-2 404	35 920		
Saint Cloud		9 416		-9 416		0			0	0		
Le Chaganne		28 625				28 625			-2 735	25 890		
Jatte 3		52 072			188	52 260			-3 440	48 820		
Suresnes		15 066			-339	14 727			-1 547	13 180		
Le Magellan		-	87 803		-4 803	78 475			-19 605	58 870		
Le Danica		-	52 829		-2 859	52 354			-914	51 440		
Le Salengro		-	13 896		-596	14 303			-293	14 010		
Total immeubles de placement		234 934	154 528	-9 416	2 949	374 737	0	0	0	-38 467	336 270	
Incidence des investissements						-360				-612		
Ajustement de la valeur des immeubles de placement		234 934	154 528	-9 416	-8 258	2 589	374 737	0	0	0	-39 079	336 270

(*) Coût d'acquisition tous frais et droits inclus

(**) Montant de la juste valeur à la clôture de l'exercice précédent la cession

(***) impact de la comptabilisation des immeubles de placement en valeur hors droits à l'acquisition

Note 2 – Autres actifs non courants

Sont compris dans les autres actifs non courants:

- 191 K€ bloqués dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec SG Securities en date du 23 avril 2007 (302 K€ au 31 mars 2008) ;
- le dépôt de garantie des locaux de Züblin Immobilière France pour 39 K€ (39 K€ au 31 mars 2008).

Note 3 – Dérivés à la juste valeur

Cf. partie VI Instruments financiers

Note 4 – Créances clients

Au 30 septembre 2008, il s'agit essentiellement de la facturation des loyers et accessoires du 4ème trimestre 2008 dont l'impact est neutralisé par des produits constatés d'avance et des factures à établir correspondant à des charges à refacturer.

Les créances courantes sont à échéance de moins d'un an. Elles ne portent pas intérêt.

A l'exception d'un litige lié à un redressement de taxe sur les bureaux donnant lieu à une provision de 100 K€, aucune créance au 30 septembre 2008 ne présente d'antériorité et/ou de risque d'irrecouvrabilité significatifs.

en K€	30/09/2008	31/03/2008
Créances clients brutes	7 045	8 964
Provision pour créances douteuses	- 100	
Créances clients nettes	6 945	8 964

Note 5 – Autres créances

Elles se décomposent comme suit :

en K€	30/09/2008	31/03/2008
Fournisseurs-Avances et acomptes versés	33	0
Appel charges syndic	1 395	1 086
TVA	1 848	2 563
Intérêts courus sur swaps	851	216
Autres créances	66	126
Impôt sur les bénéfices	19	19
Autres créances, valeur brute	4 212	4 010

La créance de TVA au 30 septembre 2008 comprend un montant de 1 848 K€ correspondant au crédit de TVA lié à l'acquisition de l'immeuble Salengro à Marseille en attente de récupération.

Note 6 – Charges constatées d'avance

Les charges constatées d'avance (191 K€ au 30 septembre 2008 et 440 K€ au 31 mars 2008) correspondent à des charges d'exploitation (assurances et taxes).

Note 7 – Trésorerie et équivalent de trésorerie

en K€	30/09/2008	31/03/2008
Banque	21 914	21 796
Placement financier à court terme	1 130	988
Trésorerie et équivalent de trésorerie	23 044	22 784

Les placements financiers à court terme correspondent à des OPCVM Euromonétaires.

Note 8 – Obligations remboursables en actions

La composante « capitaux propres » au 30 septembre 2008 se détaille de la façon suivante :

Obligation remboursable en action – nominal	35 500 000
Imputation des frais d'émission	-352 156
Composante dette (valeur actualisée des intérêts financiers fixes)*	-5 590 000
Total	29 557 844

* Montant de la composante dette déterminée à l'émission de l'ORA (voir Note 10 Autres dettes financières pour solde au 30.09.08 de la composante dette).

Note 9 – Dettes bancaires

Les caractéristiques et les échéances des dettes bancaires sont présentées ci-après :

En K€ -Dettes bancaires au 30 septembre 2008

Prêteur	Date d'octroi	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Soldes au 30/09/08						
					Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants – échéances à moins d'un an	Passifs non courants	Dont échéances entre un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Aareal Bank	05/07/2007	75 788	04/07/2014	5,79% (1) Remboursement in fine	75 429	1 034	76 463	1 034	75 429		75 429
Aareal Bank	04/08/2006	18 000	01/08/2016	5,82% (1) Remboursement in fine	17 838	177	18 015	177	17 838		17 838
Natixis	19/03/2007	40 000	31/12/2013	5,73% (1) Remboursement in fine	39 751		39 751		39 751		39 751
Natixis	05/10/2007	55 000	04/10/2014	5,61 % (1) Remboursement in fine.	54 641		54 641		54 641		54 641
Natixis	11/01/2008	29 000	10/01/2015	5,77 % (1) Remboursement in fine	28 746		28 746		28 746		28 746
Aareal Bank	28/06/2007	10 000	28/06/2014	5,71% (1) Remboursement in fine	9 873	1	9 874	1	9 873		9 873
Total dettes bancaires					226 278	1 213	227 490	1 213	226 278	0	226 278

En K€ -Dettes bancaires au 31 mars 2008

Prêteur	Date d'octroi	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Soldes au 31/03/08						
					Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants – échéances à moins d'un an	Passifs non courants	Dont échéances entre un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Aareal Bank	05/07/2007	75 788	04/07/2014	5,18% (1) Remboursement in fine	75 406	897	76 303	897	75 406		75 406
Aareal Bank	04/08/2006	18 000	01/08/2016	5,33% (1) Remboursement in fine	17 829	157	17 986	157	17 829		17 829
Natixis	19/03/2007	39 000	31/12/2013	5,33% (1) Remboursement in fine	38 745		38 745		38 745		38 745
Natixis	31/01/2008	1 000	31/12/2013	5,75 % (1) Remboursement in fine	987		987		987		987
Natixis	05/10/2007	55 000	04/10/2014	5,58 % (1) Remboursement in fine.	54 617		54 617		54 617		54 617
Natixis	11/01/2008	29 000	10/01/2015	4,8 % (1) Remboursement in fine	28 729		28 729		28 729		28 729
Aareal Bank	28/06/2007	10 000	28/06/2014	5,45% (1) Remboursement in fine	9 865	1	9 866	1	9 865		9 865
Total dettes bancaires					226 178	1 055	227 233	1 055	216 313	0	226 178

(1) Taux d'intérêts effectif hors swap

Note 10 – Autres dettes financières

En K€ -Autres dettes financières au 30 septembre 2008

Nature	Origine	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Solde au 30/09/2008						
					Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants	Passifs non courants	Dont échéances ente un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Dépôts et cautionnements reçus des locataires en garantie des loyers	1999 à 2008		baux 3-6-9	Non porteurs d'intérêts	2443	0	2443	1256	1187	1187	
Dettes auprès de Züblin Immobilien Management AG	30.09.08	99			99	0	99	99			
ORA - composante <<dettes >>	(1)				5082	38	5119	501	4618	2091	2527
Total autres dettes financières					7624	38	7661	1856	5805	3278	2527

En K€ -Autres dettes financières au 31 mars 2008

Nature	Origine	Montant à l'origine	Terme	Conditions	Solde au 31/03/2008						
					Principal	Intérêts courus	Total	Passifs courants	Passifs non courants	Dont échéances ente un et cinq ans	Dont échéances à plus de cinq ans
Dépôts et cautionnements reçus des locataires en garantie des loyers	1999 à 2008		baux 3-6-9	Non porteurs d'intérêts	2392	0	2392	1098	1294	1294	
Dettes auprès de Züblin Immobilien Management AG	31/03/2008	62			62	0	62	62			
ORA - composante <<dettes >>	(1)				5524	177	5701	619	5082	1995	3087
Total autres dettes financières					7978	177	8155	1779	6376	3289	3087

(1) La part des ORA constatée en dettes correspond à la valeur actualisée des coupons minimums à payer jusqu'à la date de conversion des ORA.

Note 11 – Autres dettes – passifs courants

Les autres dettes s'élèvent à 1 497 K€ au 30 septembre 2008 (2 461 K€ au 31 mars 2008). Elles correspondent essentiellement aux appels de charges auprès des locataires.

Note 12 – Dette d'impôt

Au 30 septembre 2008, la dette d'impôt sur les sociétés s'élève à 8 815 K€ et représente la dette d'« exit tax » actualisée au taux d'endettement moyen du Groupe au 30 septembre 2008. Cette dette fait l'objet d'un paiement différé sur quatre ans (dont deux échéances déjà passées au 30 septembre 2008), la charge d'actualisation impacte la rubrique « intérêts et charges assimilées » du compte de résultat.

en K€	Total 30/09/08	Non courant	Courant	Total 31/03/08
Exit tax	9 187	4 594	4 594	9 187
Actualisation	- 373	- 309	- 64	- 571
Dettes d'impôt total	8 815	4 285	4 530	8 616

Note 13 – Dettes fiscales et sociales

Le poste se compose essentiellement de TVA et de charges à payer relatives principalement aux taxes foncières et aux dettes sociales :

en K€	30/09/2008	31/03/2008
Charges à payer	805	185
TVA à décaisser	145	
TVA collectée	1 579	1 413
TVA sur biens et services	12	
Dettes provisionnées / congés et primes	73	446
Dettes provisionnées / jetons de présence	11	
Organismes sociaux et avances aux salariés	90	68
Total	2 714	2 112

Ces dettes sont à échéance moins d'un an.

Notes sur le compte de résultat

Note 14 – Revenus locatifs

Les revenus locatifs sont constitués des loyers et produits assimilables (indemnités de résiliation, droits d'entrée, produits de location de parkings...) facturés pour les immeubles de bureaux au cours de la période. Les refacturations de charges et les charges récupérées sont également intégrées aux revenus locatifs. Ils se détaillent de la façon suivante :

au 30/09/2008

	K€	%
Roche	5 140	39%
Faurecia	2 857	21%
YSL	1 365	10%
Autres	3 986	30%
Total	13 348	100%

au 31/03/2008

	K€	%
Roche	9 904	47%
Faurecia	3 845	18%
YSL	2 775	13%
Autres	4 386	21%
Total	20 910	100%

au 30/09/2007

	K€	%
Roche	4 888	56%
YSL	2 049	23%
Europe Ass.	918	10%
Autres	898	10%
Total	8 753	100%

Note 15 – Coût de l'endettement financier net

Le coût de l'endettement financier net se décompose de la façon suivante :

- intérêts et charges assimilées (en K€)

Prêteur	Terme	Conditions	Charges d'intérêts		
			30.09.08 (6 mois)	31.03.08 (12 mois)	30.09.07 (6 mois)
Hsbc	-	Remboursement anticipé le 28/06/2007	0	0	104
		Remboursement in fine			
Aareal Bank	04/07/2014	5,79% (1) 75,8 MEUR - Remboursement in fine	1 536	2 256	941
Aareal Bank	04/07/2007	Emprunt remboursé le 4/07/2007 11,2 MEUR - Remboursement in fine	0	178	178
Aareal Bank	04/07/2007	Emprunt remboursé le 4/07/2007 74,8 MEUR - Remboursement in fine	0	1 049	1 049
Aareal Bank	01/08/2016	5,82 % (1) 18 MEUR - Remboursement in fine	470	938	454
Natixis	31/12/2013	5,73 % (1) 40 MEUR - Remboursement in fine	944	1 842	957
Natixis	31/12/2007	Remb. Anticipé le 31/08/07 19 M€ - Remboursement in fine	0	560	560
Aareal Bank	28/06/2014	5,71 % (1) 10 MEUR - Remboursement in fine	242	472	129
Natixis	04/10/2014	5,61 % (1) 55 MEUR - Remboursement in fine	1 340	1 405	
Natixis	10/01/2015	5,77 % (1) 29 MEUR - Remboursement in fine	773	350	
Intérêts sur découverts et autres charges financières			0	4	4
Charges liées aux instruments de couverture de taux			0	0	154
Sous-total charges financières liées au refinancement			5 306	9 054	4 530
Obligations Remboursables en Actions	07/08/2017	Charge d'intérêts	128	177	41
Actualisation des dépôts de garantie			19	79	40
Actualisation de l'Exit Tax			199	608	372
SWAP - charges liées aux résiliations par anticipation			0	1 839	0
Sous-total autres charges financières			346	2 703	453
Total charges financières			5 651	11 757	4 983

(1) Taux d'intérêts effectif hors swap

- produits de trésorerie et équivalents de trésorerie (en K€)

	30/09/2008	31/03/2008	30/09/2007
Produits de cession de valeurs mobilières de placement			
Produits actualisation (*)	2	45	
Intérêts financiers	385	1 720	842
Produits liés aux instruments de couverture de taux	-	140	525
Total des produits financiers	387	1 905	1 367

(*) Ces produits financiers sont liés à l'actualisation des dépôts de garantie locataires.

VI Instruments financiers

Le tableau ci-dessous présente une comparaison, par catégorie, des valeurs comptables et justes valeurs des instruments financiers du Groupe :

au 30/09/2008		Valeur comptable		Juste valeur		Ecart	
En K€		30/09/2008	31/03/2008	30/09/2008	31/03/2008	30/09/2008	31/03/2008
Catégorie en application d'IAS 39							
Actifs financiers							
Banque	cash	21 914	21 796	21 914	21 796	-	-
Placement financier court terme	option juste valeur par résultat	1 130	988	1 130	988	-	-
Autres actifs non courants	prêts et créances	230	382	230	382	-	-
Instruments financiers dérivés	cash flow hedge	6 938	3 424	6 938	3 424	-	-
Créances clients et autres créances	prêts et créances	11 157	12 974	11 157	12 974	-	-
Passifs financiers							
Dettes bancaires	passif au coût amorti	227 490	227 233	227 490	227 233	-	-
Composante Dette de l'ORA	passif au coût amorti	5 119	5 701	5 119	5 701	-	-
Autres dettes financières	passif au coût amorti	2 542	2 453	2 542	2 453	-	-
Instruments financiers dérivés	cash flow hedge	0	378	0	378	-	-
Dettes fournisseurs et autres dettes	passif au coût amorti	14 400	13 900	14 400	13 900	-	-

Les justes valeurs des instruments dérivés ont été calculées par actualisation des flux futurs de trésorerie attendus aux taux forwards. La juste valeur des actifs financiers a été calculée en utilisant des taux d'intérêts de marché.

Le tableau suivant présente la valorisation du portefeuille de swaps de taux d'intérêts au 30 septembre 2008 :

Relation de couverture de flux de trésorerie					Valorisation en
Bénéficiaire	Échéance	Montant en K€	Taux échangé		K€ au 30 sept 2008
Zublin Immobilière Paris Ouest 1 SAS	05/07/2012	75 700	3,225%		3 507
Zublin Immobilière France SA	01/08/2016	18 000	4,195%		336
Zublin Immobilière France SA	30/06/2014	20 000	3,815%		669
Zublin Immobilière France SA	30/06/2014	20 000	3,788%		697
Zublin Immobilière France SA	31/12/2014	20 000	4,050%		463
Zublin Immobilière France SA	31/12/2014	10 000	4,050%		232
Zublin Immobilière France SA	31/12/2014	10 000	4,050%		232
Zublin Immobilière France SA	30/06/2014	10 000	3,998%		241
Zublin Immobilière France SA	02/04/2015	20 000	4,333%		162
Zublin Immobilière France SA	02/04/2015	5 000	4,333%		41
Zublin Immobilière France SA	02/04/2015	4 000	4,255%		50
Zublin Immobilière France SA	30/09/2014	15 000	4,085%		308
Total					6 938

La valorisation des swaps de taux d'intérêts au 30 septembre 2008 est présentée hors intérêts courus.

Le tableau suivant présente l'échéancier des passifs financiers du Groupe au 30 septembre 2008, sur la base des engagements de flux de trésorerie contractuels non actualisés :

	< à un an		entre un à cinq ans		> à 5 ans	
Montant nominal au 30/09/2008	Charge d'intérêt	Amortissement	Charge d'intérêt	Amortissement	Charge d'intérêt	Amortissement
227 788	10 400		41 604		16 383	227 788
5 082	246	464	749	2 091	313	2 527
2 443	0	1 256	0	1 187	0	0
17 272	0	12 987	0	4 285	0	0

VII INFORMATION SECTORIELLE

Compte de résultat sectoriel

en K€	Paris	Marseille	Lyon	Non imputable	Total
	30/09/2008				
Revenus locatifs	11 118	646	1 584		13 348
Charges du foncier	-134				-134
Charges locatives non récupérées	-60				-60
Charges sur immeubles	-98	-4	-1		-103
Loyers nets	10 826	642	1 583	0	13 051
Frais de structure				-794	-794
Variation des provisions	-100				-100
Frais de personnel				-486	-486
Frais de fonctionnement	-100	0	0	-1 280	-1 380
Ajustement à la hausse des immeubles de placement					0
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-37 260	-293	-914		-38 467
Incidence de la valorisation hors droits des acquisitions de l'exercice					0
Incidence des investissements	-477	-135			-612
Ajustement à la hausse du portefeuille-titres				64	64
Solde net des ajustements de valeur	-37 737	-428	-914	64	-39 015
Produit de cession des immeubles placement (net)					0
VNC des immeubles cédés					0
Résultat de cession des immeubles de placement	0	0	0	0	0
Résultat opérationnel net	-27 011	214	669	-1 216	-27 344
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	216	3		168	387
Intérêts et charges assimilées	-4 750		-773	-128	-5 651
Coût de l'endettement financier net	-4 534	3	-773	40	-5 264
Résultat net avant impôt	-31 545	217	-104	-1 176	-32 608
Impôts sur les bénéfices					
Impôts différés					
Ajustement écart d'acquisition					
Résultat net de l'ensemble consolidé	-31 545	217	-104	-1 176	-32 608
Dont part du Groupe					
Dont part des minoritaires					0

	Paris	Marseille	Lyon	Non imputable	Total
en K€					31/03/2008
Revenus locatifs	20 004	220	686	0	20 910
Charges du foncier	-185				-185
Charges locatives non récupérées					0
Charges sur immeubles	-253	-16	-37		-307
Loyers nets	19 566	204	649	0	20 418
Frais de structure				-1 501	-1 501
Frais de personnel				-1 158	-1 158
Frais de fonctionnement	0	0	0	-2 659	-2 659
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	4 426	1 003	2 384		7 813
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-4 865				-4 865
Incidence de la valorisation hors droits des acquisitions de l'exercice	-4 803	-596	-2 859		-8 258
Incidence des investissements	-360				-360
Solde net des ajustements de valeur	-5 602	407	-475		-5 670
Produit de cession des immeubles placement (net)	13 075				13 075
VNC des immeubles cédés	-9 415				-9 415
Résultat de cession des immeubles de placement	3 660	0	0	0	3 660
Résultat opérationnel net	17 624	611	174	-2 659	15 749
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	52	20	28	1 805	1 905
Intérêts et charges assimilées	-9 568	0	-350	-1 839	-11 757
Coût de l'endettement financier net	-9 516	20	-322	-34	-9 852
Résultat net avant impôt	8 108	631	-148	-2 693	5 897
Impôts sur les bénéfices					
Impôts différés					
Ajustement écart d'acquisition					
Résultat net de l'ensemble consolidé	8 108	631	-148	-2 693	5 897
Dont part du Groupe					5 897
Dont part des minoritaires					0

	Paris	Marseille	Lyon	Non imputable	Total
en K€					30/09/2007
Revenus locatifs	8 753				8 753
Charges du foncier	-104				-104
Charges locatives non récupérées					
Charges sur immeubles	-151				-151
Loyers nets	8 498	0	0	0	8 498
Frais de structure				-790	-790
Frais de personnel				-294	-294
Frais de fonctionnement	0	0	0	-1 084	-1 084
Ajustement à la hausse des immeubles de placement	8 304				8 304
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-1 131				-1 131
Incidence de la valorisation hors droits des acquisitions de l'exercice					
Incidence des investissements	-1				-1
Solde net des ajustements de valeur	7 172	0	0	0	7 172
Produit de cession des immeubles placement (net)	13 075				13 075
VNC des immeubles cédés	-9 415				-9 415
Résultat de cession des immeubles de placement	3 660	0	0	0	3 660
Résultat opérationnel net	19 330	0	0	-1 084	18 247
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	525			842	1 367
Intérêts et charges assimilées	-4 983				-4 983
Coût de l'endettement financier net	-4 458	0	0	842	-3 616
Résultat net avant impôt	14 872	0	0	-242	14 631
Impôts sur les bénéfices					
Impôts différés					
Ajustement écart d'acquisition					
Résultat net de l'ensemble consolidé	14 872	0	0	-242	14 631
Dont part du Groupe					
Dont part des minoritaires					0

Actif Sectoriel

	Paris	Marseille	Lyon	Non imputable	Total
en K€					30/09/2008
ACTIFS NON COURANTS					
Actifs corporels				210	210
Immeubles de placement	270 820	14 010	51 440		336 270
Autres actifs non courant				230	230
Dérivés à la juste valeur	6 685		253		6 938
TOTAL DE L'ACTIF NON COURANT	277 505	14 010	51 693	440	343 648
ACTIFS COURANTS					
Créances	7 106	1 895	2 075	273	11 349
Créances clients	5 292	326	1 327		6 945
Autres créances	1 679	1 568	742	223	4 212
Charges constatées d'avance	134	1	6	50	191
Trésorerie et équivalents de trésorerie	18 190	1 363	1 988	1 502	23 044
TOTAL DE L'ACTIF COURANT	25 296	3 258	4 063	1 775	34 393
TOTAL ACTIF	302 801	17 268	55 755	2 215	378 041

	Paris	Marseille	Lyon	Non imputable	Total
en K€					31/03/2008
ACTIFS NON COURANTS					
Actifs corporels				237	237
Immeubles de placement	308 080	14 303	52 354		374 737
Autres actifs non courant	41			341	382
Dérivés à la juste valeur	3 424				3 424
TOTAL DE L'ACTIF NON COURANT	311 545	14 303	52 354	578	378 780
ACTIFS COURANTS					
Créances	8 789	428	1 238	2 959	13 414
Créances clients	7 500	424	1 040		8 964
Autres créances	913	0	176	2 921	4 010
Charges constatées d'avance	376	4	22	38	440
Trésorerie et équivalents de trésorerie				22 784	22 784
TOTAL DE L'ACTIF COURANT	8 789	428	1 238	25 743	36 198
TOTAL ACTIF	320 334	14 731	53 592	26 321	414 978

Passif sectoriel

	Paris	Marseille	Lyon	Non imputable	Total
en K€					30/09/2008
PASSIFS NON COURANTS					
Dettes bancaires	197 532		28 746		226 278
Autres dettes financières	1 120		67	4 618	5 805
Instruments financiers					
Dettes d'impôts - exit tax	4 285				4 285
TOTAL DU PASSIF NON COURANT	202 937	0	28 812	4 618	236 368
PASSIFS COURANTS					
Part courante des emprunts et dettes financières					
	2 553	0	416	99	3 069
Dettes bancaires	1 213				1 213
Autres dettes financières	1 340		416	99	1 856
Dettes fournisseurs et autres dettes	13 683	406	2 276	907	17 272
Avances et acomptes					
Dettes fournisseurs	925	16	175	259	1 375
Dettes fiscales et sociales	1 528	66	507	613	2 714
Dettes d'impôt exigible	4 530				4 530
Autres dettes	802		660	35	1 497
Produits constatés d'avance	5 897	325	934		7 156
TOTAL DU PASSIF COURANT	16 236	406	2 693	1 006	20 341
TOTAL PASSIF (Hors Capitaux Propres)	219 174	406	31 505	5 624	256 709

	Paris	Marseille	Lyon	Non imputable	Total
en K€					31/03/2008
PASSIFS NON COURANTS					
Dettes bancaires	197 449		28 729		226 178
Autres dettes financières	1 090		203	5 082	6 375
Instruments financiers	13		365		378
Dettes d'impôts - exit tax	4 197				4 197
TOTAL DU PASSIF NON COURANT	202 749	0	29 297	5 082	237 128
PASSIFS COURANTS					
Part courante des emprunts et dettes financières					
	1 893	0	260	681	2 834
Dettes bancaires	1 055				1 055
Autres dettes financières	838		260	681	1 779
Dettes fournisseurs et autres dettes	11 555	385	1 302	3 068	16 310
Avances et acomptes					
Dettes fournisseurs	250	0	0	461	711
Dettes fiscales et sociales				2 112	2 112
Dettes d'impôt exigible	4 419				4 419
Autres dettes	1 409	58	499	495	2 461
Produits constatés d'avance	5 477	327	803	0	6 607
TOTAL DU PASSIF COURANT	13 448	385	1 562	3 749	19 144
TOTAL PASSIF (Hors Capitaux Propres)	216 197	385	30 859	8 831	256 272

VIII Engagements de Financement et de Garantie

Engagements donnés

Lors de l'acquisition de leurs actifs immobiliers, Züblin Immobilière France et ses filiales ont accepté que des inscriptions de privilège de prêteur de deniers soient prises par les banques pour des montants correspondant au principal et accessoire des crédits consentis.

Tous les immeubles sont hypothéqués à titre de sûreté et garantie du remboursement des prêts contractés.

Ont été données en garantie, au profit des banques toutes les créances actuelles ou futures résultant des baux intervenus ou des baux à intervenir sur tous les immeubles.

Ont également été données en garantie, au profit des banques, les créances qui seraient détenues à l'encontre des compagnies d'assurance assurant les actifs immobiliers au titre des « dommages, périls et perte de loyers ».

Ont été donnés en garantie, au profit des banques sous la forme d'un nantissement, les titres des filiales SCI Züblin Verdun Flourens et Züblin Immobilière Paris Ouest 1 détenus par Züblin Immobilière France.

Enfin, les comptes de fonctionnement des immeubles ouverts dans les livres des banques ont été nantis à leur profit.

L'ensemble des revenus locatifs ou autres produits directement liés à l'exploitation des immeubles sont alloués en priorité au remboursement de toutes les sommes dues aux prêteurs.

Dans le cadre des emprunts hypothécaires contractés, Züblin Immobilière France et ses filiales ont pris divers engagements usuels, notamment en matière d'information des banques prêteuses et de respect de ratios financiers. Le tableau ci-dessous présente les ratios financiers que doivent respecter Züblin Immobilière France et ses filiales au titre de ces engagements.

Etablissement prêteur	Objet	Ratio LTV maximum	DSCR devant être supérieur ou égal à
Aareal	Refinancement Züblin immobilière Paris Ouest (Jatte 1, Jatte 2)	70%	115%
Aareal	Financement Le Chaganne (Gennevilliers)	-	-
Natixis	Financement Jatte 3 (Neuilly sur seine)	75% (1)	-
Aareal	Financement Défense-Horizon 2 (Suresnes)	-	-
Natixis	Financement Magellan (Nanterre)	70% (1)	150% (1)
Natixis	Financement Danica (Lyon)	70% (1)	150% (1)

(1) Ratios financiers à respecter sur une base consolidée

Par ailleurs, Züblin Immobilière France, a pris l'engagement de rembourser les emprunts souscrits auprès des banques dans l'hypothèse où la société ne serait plus détenue directement ou indirectement par la société Züblin Immobilien Holding AG à hauteur de 50,01% du capital et des droits de vote.

Lors de la signature du bail avec Europ Assistance France, Züblin Immobilière France s'est engagée à réaliser sur une période de 6 ans des travaux d'amélioration pour un montant global hors taxes de 880 K€.

Lors du renouvellement du bail avec YSL Beauté, Züblin Immobilière France s'est engagée à réaliser en 2008 et 2009 des travaux d'amélioration pour un montant global hors taxes de 1 125 K€.

Lors de la signature du bail avec Faurecia, Züblin Immobilière France s'est engagée à réaliser sur une période de 6 ans des travaux d'amélioration pour un montant global hors taxes de 400 K€.

Lors de l'emménagement dans ses nouveaux locaux au 52 rue de la Victoire - 75009 Paris, Züblin Immobilière France a conclu un bail commercial avec le propriétaire de l'immeuble, le fonds d'investissement immobilier

DIFA. Aux termes de ce bail, la société est engagée à payer 110 750 € de loyer annuel pendant 3 ans à compter du 1^{er} juin 2006. De plus, en cas d'exercice de son option de résiliation du bail au 1^{er} juin 2009, la société devra verser à DIFA une indemnité de 24 750 €. Au total, à la date du 30 septembre 2008, cet engagement s'élève à 98 583 €.

Les acquisitions des immeubles de l'exercice ont été effectuées sous les dispositions prévues à l'article 210 E du code général des impôts qui permettent aux cédants de bénéficier d'un taux d'imposition réduit à 16,5% sur la plus-value dégagée lors de la cession en contrepartie d'un engagement de l'acquéreur de conserver le bien acheté pendant une période de 5 ans minimum. En conséquence, Züblin Immobilière France s'est engagée à conserver les immeubles ci-dessous au minimum jusqu'aux dates suivantes :

	Engagement de conservation jusqu'au :
Neuilly sur seine -- Jatte 3	18/03/2012
Gennevilliers – Le Chaganne	03/08/2011
Nanterre – Le Magellan	04/10/2012
Lyon – Le Danica	10/01/2013

Engagements reçus

Les engagements de loyers prévisionnels à recevoir des locataires du parc immobilier ont été évalués sur la base des contrats de location à la date de clôture en tenant compte des évolutions futures liées aux renégociations ou indexations connues à la date d'établissement des présents comptes. Au 30 septembre 2008 (1), ces engagements se présentent de la façon suivante :

Année	Échéance Baux		Option Triennale	
	€	%	€	%
1	12 657 130	9%	12 657 130	16%
2	25 767 192	17%	22 739 082	28%
3	25 809 716	17%	20 122 207	25%
4	18 470 543	12%	10 455 371	13%
5	16 152 386	11%	5 478 115	7%
6	16 141 205	11%	4 693 469	6%
7	13 150 697	9%	2 983 883	4%
8	10 069 335	7%	1 292 779	2%
9	7 617 816	5%	966 071	1%
10	2 083 748	1%		
Total	147 919 770	100%	81 388 108	100%

(1) Engagements locatifs après prise en compte de la résiliation partielle du bail Faurecia et conclusion d'un nouveau bail le 6 novembre 2008, avec effet rétroactif le 1^{er} octobre 2008

IX Informations sur les parties liées

8.1 Transaction avec les sociétés liées

Un contrat de prestation de services a été conclu par Züblin Immobilière France avec la société Züblin Immobilien Management AG en date du 18 janvier 2006. Ce contrat prévoit une rémunération trimestrielle égale à 0,025 % de la valeur vénale des actifs immobiliers. Les honoraires facturés au titre du premier semestre de l'exercice 2008/2009 s'élèvent à 199 K€, compte tenu d'une valeur nette comptable cumulée des actifs immobiliers du Groupe de 398 M€ (droits inclus) au 31 mars 2008, date des derniers comptes publiés.

8.2 Transaction avec les autres parties liées

Rémunération du directeur général :

Le conseil d'administration du 31 janvier 2006 a fixé la rémunération fixe annuelle du Directeur général de la Société, à la somme de 195 000 € brut sur 12 mois. De même le Directeur général de la société pourra percevoir une rémunération variable annuelle brute égale au plus à 100 % de sa rémunération annuelle fixe brute sur la base de la réalisation d'objectifs et ou de résultats déterminés annuellement.

Rémunération des administrateurs :

L'Assemblée générale mixte des actionnaires du 23 juin 2008 a fixé le montant des jetons de présence à répartir librement entre les membres du conseil d'administration à la somme maximale de 150 000 € brut au titre de l'exercice clos au 31 mars 2009.

Au 30 septembre 2008, cette enveloppe a fait l'objet de l'utilisation suivante, conformément aux propositions du conseil d'administration tenu en date du 11 mai 2007 :

- 3 500 € par présence au conseil pour le Président du conseil ;
- 2 000 € par présence au conseil pour Messieurs Didelot, Nahum et Walker ;
- 1 000 € par présence au comité d'audit ou au comité des nominations et des rémunérations pour chacun de leurs Présidents (respectivement Monsieur Nahum et Monsieur Didelot) ;
- 500 € par présence au comité d'audit ou au comité des nominations et des rémunérations pour chacun de leurs membres à l'exception de Monsieur Schefer.

Au titre de la période du 1^{er} avril 2008 au 30 septembre 2008, le montant des jetons de présence comptabilisé en charge s'est élevé à 36 823 € (montant incluant les charges sociales afférentes aux jetons de présence versés au Président).

X Autres informations

Engagement de retraite

En vertu des obligations légales, le Groupe participe à des régimes de retraite obligatoires à travers des régimes à cotisations définies. Celles-ci sont comptabilisées en charges au cours de l'exercice. Au 30 septembre 2008, les charges relatives aux cotisations se montent à 101 K€.

Evolution du capital

	Capital social en K€ (*)	Nombre d'actions (*)
Capital social au 31/03/2007	31 448	5 241 305
Augmentation de capital (exercice de bons)	23 586	3 930 978
Capital social au 31/03/2008	55 034	9 172 283
Capital social au 30/09/2008	55 034	9 172 283

(*) informations incluant les actions d'autocontrôle

Répartition du capital

La répartition du capital au 30 septembre 2008 se présente comme suit :

Base non diluée	30/09/2008		31/03/2008	
	Nombre de titres	%	Nombre de titres	%
Groupe Züblin	6 253 702	68,18%	6 253 702	68,18%
Administrateurs et dirigeants (*)	28 586	0,31%	20 586	0,22%
Autocontrôle	26 645	0,29%	15 549	0,17%
Public (**)	2 863 350	31,22%	2 882 446	31,43%
Total	9 172 283	100,00%	9 172 283	100,00%

Base diluée	30/09/2008		31/03/2008	
	Nombre de titres	%	Nombre de titres	%
Total	11 772 283		11 772 283	100,00%

(*) Monsieur Pierre Rossier, Président de la société et administrateur, détient au 30 septembre 2008, 5 000 actions Züblin Immobilière France, et Monsieur Pierre Essig, Directeur général de la société et administrateur, détient au 30 septembre 2008 18 583 actions Züblin Immobilière France, et

Monsieur Bruno Schefer, administrateur de la société, détient au 30 septembre 2008, 5 000 actions Züblin Immobilière France, et Le solde restant correspondant à 3 actions est détenu par trois autres administrateurs de la société.

(**) A l'exception de la société Asset Value Investors, qui a déclaré en date du 29 mars 2006 avoir franchi à la hausse le seuil de 5% et détenir 209 253 actions à cette date, et le Groupe Züblin Immobilien, aucun autre actionnaire a déclaré détenir plus de 5% du capital et/ou des droits de vote au 30 septembre 2008.

SIIC 4

La réglementation « SIIC 4 » prévoit que la participation directe ou indirecte d'un actionnaire majoritaire ou d'un groupe d'actionnaires agissant de concert soit limitée à moins de 60% du capital social et des droits de vote de la SIIC à compter du 1^{er} janvier 2009. Au 30 septembre 2008, la participation de Züblin Immobilien Holding AG dans la Société est de 68,8%. A ce jour, en l'absence d'instruction administrative les conséquences d'une non-conformité avec SIIC 4 ne peuvent pas être déterminées précisément. La société Züblin Immobilien Holding AG a confirmé à la Société son intention de se mettre en conformité avec le régime SIIC 4.

Événements postérieurs à la clôture

- Immeuble Magellan

Le 6 novembre 2008, Züblin Immobilière France et la société Faurecia ont résilié partiellement le bail de l'immeuble Magellan (soient une résiliation de 9 509 m² et 271 parkings sur un total de 11 162 m² de surface utile et 296 parkings). Un nouveau bail a été conclu pour ces mêmes surfaces et parkings pour une durée de 9 années dont 6 ans fermes. Le loyer annualisé global de l'immeuble ressort à 4,4 M€* (362 €/m² bureau).

* loyer économique hors charge, hors taxe

- Immeuble Jatte 3

En octobre 2008, Züblin Immobilière France a conclu un bail (3/6/9) avec la société TMC Régie pour la location d'un étage de 848m² de l'immeuble « Jatte 3 » à compter du 1^{er} janvier 2009. Le loyer annualisé est fixé à 333,8K€* (365€/m² bureau). Par ailleurs, ce bail est assorti d'une franchise de loyers de 6 mois.

* loyer hors charge, hors taxe

Après prise en compte des nouveaux baux conclus avec TMC Régie et Faurecia, le taux de vacance financière sur l'ensemble du patrimoine s'élève à 0,5 % contre 1,8 % au 30 septembre 2008.

Züblin Immobilière France

Période du 01 avril 2008 au 30 septembre 2008

**Rapport des commissaires aux comptes
sur l'information financière semestrielle**

PHILIPPE DEPARIS
4, square Rameau
94500 Champigny-sur-Marne

Commissaire aux Comptes
Membre de la compagnie
régionale de Paris

ERNST & YOUNG Audit
Tour Ernst & Young
Faubourg de l'Arche
11, allée de l'Arche
92037 Paris-La Défense Cedex
S.A.S. à capital variable

Commissaire aux Comptes
Membre de la compagnie
régionale de Versailles

Züblin Immobilière France

Période du 01 avril 2008 au 30 septembre 2008

Rapport des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par vos statuts et par décision collective des associés et en application des articles L. 232-7 du Code de commerce et L. 451-1-2 III du Code Monétaire et Financier, nous avons procédé à :

- l'examen limité des comptes semestriels consolidés résumés de la société Züblin Immobilière France, relatifs à la période du 01 avril 2008 au 30 septembre 2008, tels qu'ils sont joints au présent rapport ;
- la vérification des informations données dans le rapport semestriel d'activité.

Ces comptes semestriels consolidés résumés ont été établis sous la responsabilité du conseil d'administration. Il nous appartient, sur la base de notre examen limité, d'exprimer notre conclusion sur ces comptes.

I. Conclusion sur les comptes

Nous avons effectué notre examen limité selon les normes d'exercice professionnel applicables en France. Un examen limité consiste essentiellement à s'entretenir avec les membres de la direction en charge des aspects comptables et financiers et à mettre en œuvre des procédures analytiques. Ces travaux sont moins étendus que ceux requis pour un audit effectué selon les normes d'exercice professionnel applicables en France. En conséquence, l'assurance que les comptes, pris dans leur ensemble, ne comportent pas d'anomalies significatives obtenue dans le cadre d'un examen limité est une assurance modérée, moins élevée que celle obtenue dans le cadre d'un audit.

Sur la base de notre examen limité, nous n'avons pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels consolidés résumés avec la norme IAS 34-norme du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne relative à l'information financière intermédiaire.

2. Vérification spécifique

Nous avons également procédé à la vérification des informations données dans le rapport semestriel d'activité commentant les comptes semestriels consolidés résumés sur lesquels a porté notre examen limité. Nous n'avons pas d'observation à formuler sur leur sincérité et leur concordance avec les comptes semestriels consolidés résumés.

Champigny-sur-Marne et Paris-La Défense, le 14 novembre 2008

Les Commissaires aux Comptes

Philippe Deparis

ERNST & YOUNG Audit

Fabrice Chaffois

ZÜBLIN IMMOBILIERE FRANCE

Société anonyme au capital de EUR 55.033.698

Siège social : 52, rue de la Victoire 75009 Paris

448 364 232 RCS PARIS

RAPPORT DE GESTION ACTIVITE DE LA SOCIETE DU 1^{ER} AVRIL 2008 AU 30 SEPTEMBRE 2008

Le présent rapport a été établi, afin de vous exposer :

- l'activité de la société au cours de la période de 6 mois qui s'est clôturée le 30 septembre 2008 ;
- les événements importants survenus depuis la date de la clôture du dernier exercice ;
- les résultats financiers de cette activité, et leur traduction comptable ;
- l'évolution prévisible de la situation de la société et ses perspectives d'avenir.

1. **PRESENTATION DU GROUPE ZÜBLIN IMMOBILIERE FRANCE**

Au 30 septembre 2008, le groupe Züblin Immobilière France SA (ci-après le « Groupe ») est constitué de 3 sociétés :

- Züblin Immobilière France SA, société mère (ci-après Züblin Immobilière France) ;
- Züblin Immobilière Paris Ouest 1 SAS (ci-après Züblin Immobilière Paris Ouest), détenue et contrôlée à 100 % par Züblin Immobilière France ;
- SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens (anciennement SCI Verdun Flourens), détenue et contrôlée à 99,99 % par Züblin Immobilière France.

Züblin Immobilière France et ses filiales ont pour objet social la détention, l'administration, la gestion et l'exploitation par bail, location ou autrement d'actifs immobiliers d'entreprise (bureaux, commerces et plateformes logistiques)

La société est cotée sur le compartiment C d'Euronext Paris de NYSE Euronext.

1.1 **Züblin Immobilière France SA**

Züblin Immobilière France, filiale de Züblin Immobilien Holding AG (société cotée au SWX-Zürich, holding du groupe Züblin), est enregistrée au Registre du Commerce de Paris sous le numéro 448 364 232. Son siège social se situe au 52, rue de la Victoire 75009 Paris.

1.2 **Züblin Immobilière Paris Ouest 1 SAS**

Züblin Immobilière Paris Ouest 1 est enregistrée au Registre du Commerce de Paris sous le numéro B 442 166 187. Son siège social se situe au 52, rue de la Victoire 75009 Paris.

La société Züblin Immobilière Paris Ouest 1 est issue de la fusion intervenue le 21 juillet 2006 entre les sociétés EurCE Immobilière France SAS devenue Züblin Immobilière Paris Ouest 1 SAS et la SCI NBPL Investissements.

1.3 **SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens**

La SCI Züblin Immobilière Verdun Flourens (ci-après « Züblin Immobilière Verdun Flourens ») est enregistrée au Registre du Commerce de Paris sous le numéro D 478 981 467. Son siège social se situe au 52, rue de la Victoire 75009 Paris.

Züblin Immobilière Verdun Flourens est une société civile immobilière transparente fiscalement, elle clôture son exercice fiscal et comptable au 31 décembre de chaque année.

2. FAITS MARQUANTS DU SEMESTRE ET ACTIVITE DU GROUPE

2.1. Patrimoine

Le patrimoine immobilier du Groupe au 30 septembre 2008 est identique dans sa composition à celui du 31 mars 2008.

La description synthétique du portefeuille du Groupe au 30 septembre 2008 est présentée ci-après au paragraphe 2.7.2 et dans un tableau en annexe.

2.2. Travaux de maintenance et de rénovation

Au cours du premier semestre de l'exercice 2008/2009, le Groupe a poursuivi sa politique de maintenance des immeubles composant son portefeuille dans le but de lutter contre l'obsolescence éventuelle de ses actifs et dans une démarche de création de valeur. A ce titre, il a décaissé pour 477 K€ de travaux d'entretien et de rénovation, notamment sur les immeubles Jatte1, Jatte 2 et Gennevilliers (ascenseurs, climatisation, etc.). Certains de ces travaux font partie de plans de travaux convenus avec les locataires de Gennevilliers et Jatte 2 pour des montants respectifs de 880 K€ et 1 125 K€.

Aucune restructuration lourde n'a été engagée durant le semestre.

2.3. Gestion locative

Durant les six premiers mois de l'exercice l'activité locative du Groupe s'est déroulée normalement : les locataires se sont acquittés régulièrement de leurs loyers et des charges locatives qui leur ont été refacturées.

2.3.1. nouveau bail et résiliation

Au cours du premier semestre, le Groupe a été notifié de la résiliation de leurs baux par les locataires Coface et Coface Services, preneurs respectivement de 887m² et 222m² dans l'immeuble le Danica. La libération de ces espaces aura lieu le 31 janvier 2009. Le Groupe a dorénavant et déjà reçu des demandes concernant la relocation de ces surfaces.

Par ailleurs, un nouveau bail a été contracté avec la société TMC Régie le 8 octobre 2008 pour la location du 6^{ème} étage de l'immeuble Jatte 3 (cf. 5.1 événements importants survenus depuis le 30 septembre 2008).

Enfin, le 6 novembre 2008, Züblin Immobilière France et la société Faurecia ont résilié partiellement le bail de l'immeuble Magellan (soit une résiliation de 9 509 m² et 271 parkings sur un total de 11 162 m² de surface utile et 296 parkings) avec effet rétroactif au 1^{er} octobre 2008. Un nouveau bail a été conclu, avec effet à cette même date, pour ces mêmes surfaces et parkings pour une durée de 9 années dont 6 ans fermes. (cf. 5.1 événements importants survenus depuis le 30 septembre 2008).

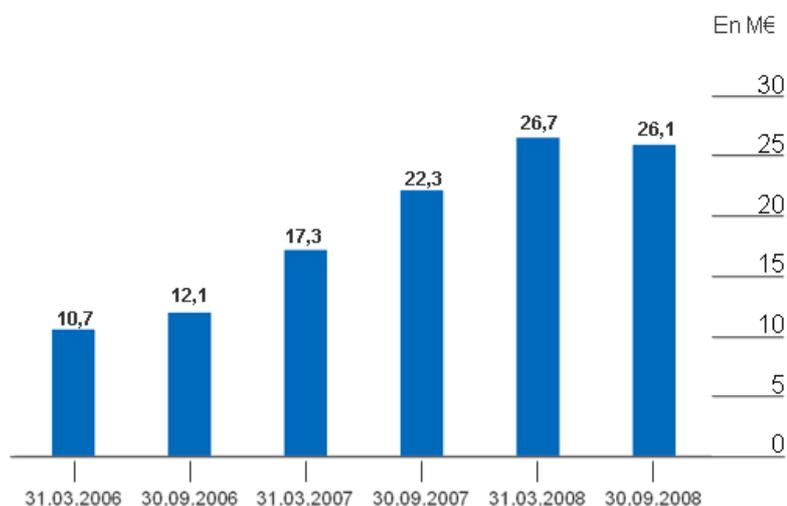
2.3.2. évolution des loyers annualisés

Les loyers annualisés ont progressé de 17% sur un an et atteignent 26,1 M€ au 30 septembre 2008 (22,3 M€ au 30 septembre 2007).

Durant les deux derniers exercices, les loyers annualisés du Groupe ont connu une croissance constante, notamment du fait des acquisitions réalisées mais également en raisons d'indexations

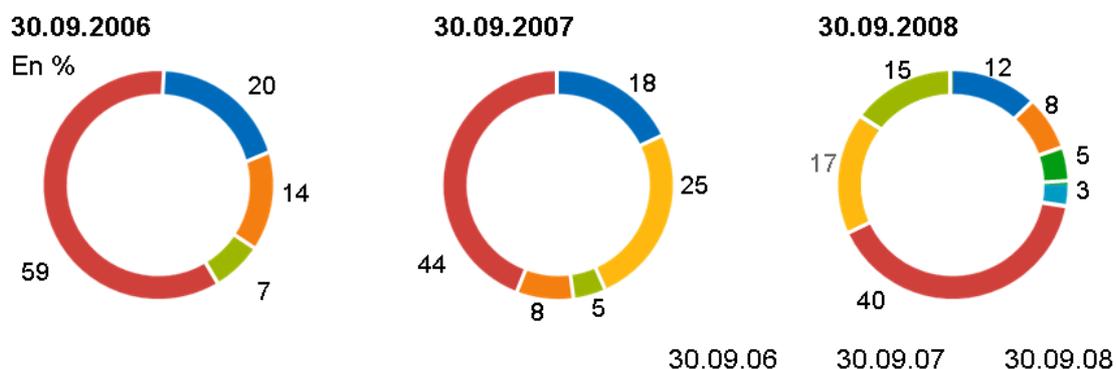
annuelles favorables. Ils sont ainsi passés de 10,7 M€ à 26,1M€ soit une progression d'environ 144%.

Evolution des loyers annualisés :



Dans le même temps les revenus locatifs se sont diversifiés et les loyers perçus des Laboratoires Roche qui représentaient 68% du loyer annualisé il y a deux ans constituent 40% des dits loyers au 30 septembre 2008.

Evolution de la répartition des revenus locatifs :



	30.09.06	30.09.07	30.09.08
Roche	7,5	10,0	10,5
Faurecia	-	5,4	4,4
YSL Beauté	2,5	3,6	3,0
Europ Assistance	1,8	1,9	2,0
Ville de Marseille	-	-	1,3
Lexmark	-	0,9	0,9
Autres	0,9	0,5	4,0
Total	12,7	22,3	26,1

2.4. Opérations de Capital

2.4.1. Activité du contrat de liquidités

Le contrat de liquidité souscrit auprès de SG Securities et s'inscrivant dans le cadre d'un programme de rachat d'actions autorisé par les assemblées générales mixtes de Züblin Immobilière France du 15 février 2006, du 18 juin 2007 et du 23 juin 2008, a connu l'activité suivante sur le premier semestre de l'exercice clos au 31 mars 2009 :

Entre le 1^{er} avril 2008 et le 30 septembre 2008, au titre du contrat de liquidité, Züblin immobilière France a procédé à l'achat de 13 147 actions et la vente de 2 051 actions, soit 5,3% du volume global des transactions de la période. A la date du 30 septembre 2008, les moyens suivants figuraient au compte de liquidité : 26 642 actions et 191 405,24 €.

2.4.2. Distribution d'un dividende de 0,80€

L'assemblée générale mixte du 23 juin 2008 a approuvé le versement d'un dividende au titre de l'exercice clos au 31 mars 2008 de 0,80 €/action prélevé sur les primes d'émission. Cette distribution d'un montant global de 7,3 M€ a été réalisée le 27 juin 2008.

Le 7 août 2008, la Société a versé en intérêts au porteur de l'ORA le montant le plus élevé entre un coupon de 2% de la valeur du nominal et le dernier dividende par action versé aux actionnaires multiplié par la parité de remboursement (soit 1000). Sur la base du dividende de 0,80 €, la Société a effectué un paiement d'un montant global de 2 M€.

2.5. Gestion financière

Au cours du premier semestre de l'exercice clos le 31 mars 2008, la structure de financement du Groupe est restée inchangée, le montant total des emprunts s'élevant à 227,8 M€ au 30 septembre 2008.

L'ensemble de ces emprunts est totalement amortissable in fine. Ces emprunts à taux variables sont tous couverts par des contrats de swaps de taux d'intérêts.

2.6. Autres faits significatifs

2.6.1. Organisation de la structure Züblin Immobilière France

Depuis le départ de la Société de Caroline Dheilly au cours de l'été 2008, ses attributions en tant que responsable de l'Asset Management ont été principalement reprises par Pierre Essig (notamment étude d'acquisitions et gestion de la relation commerciale), le reste de ses responsabilités réparties entre les autres membres de l'équipe en attente de l'éventuel recrutement de nouvelle(s) ressources dédiées à l'Asset Management.

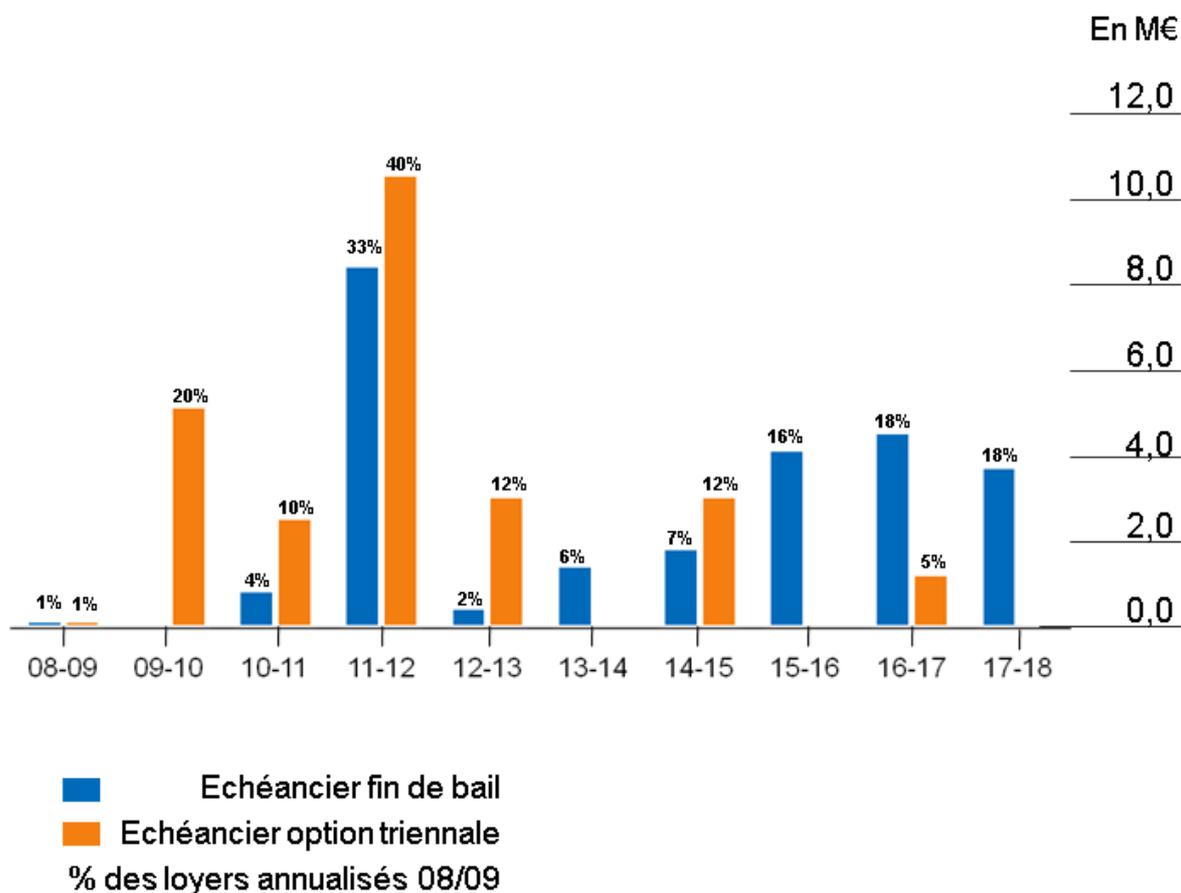
2.7. Situation patrimoniale et locative au 30 septembre 2008

Voir également tableau détaillé en annexe.

2.7.1. Description de l'état locatif

Au 30 septembre 2008, le taux de vacance financière sur l'ensemble du patrimoine est resté stable par rapport au 31 mars 2008 soit 1,8%.

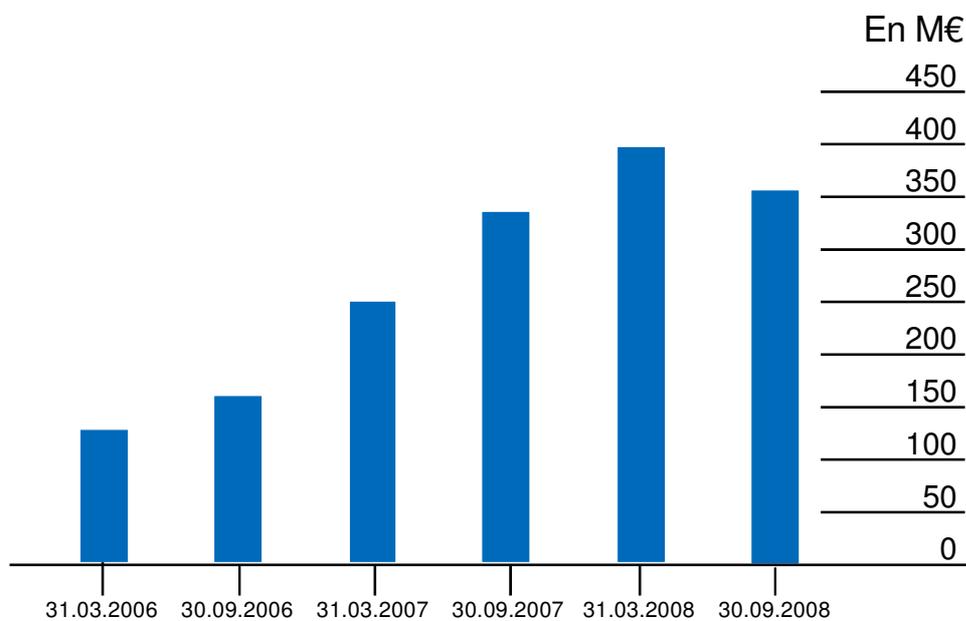
Le total des loyers annualisés est de 26,1 M€, soit un rendement locatif de 7,3% sur la base de la valeur droits inclus du portefeuille. Jones Lang Lasalle évalue la valeur locative du patrimoine à 23,4 M€. L'écart provient essentiellement des loyers perçus sur l'immeubles Jatte 1 dont le bail a été conclu en haut de cycle en 2002 et qui ont été régulièrement indexés depuis. L'échéancier des baux se présente comme suit :



2.7.2. Description du portefeuille

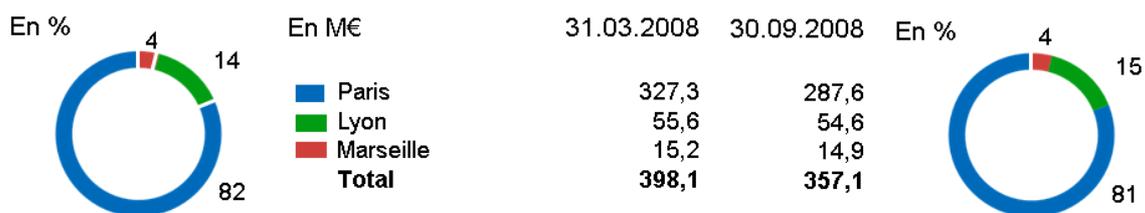
Au 30 septembre 2008, le patrimoine de la société est composé de huit immeubles de bureaux d'une surface utile totale de 77 111 m², situés dans le quartier ouest des affaires de Paris (Neuilly-sur-Seine, Gennevilliers, Suresnes, Nanterre), ainsi qu'à Lyon et Marseille. Le taux d'occupation est de 98,2%.

Evolution de la valeur du patrimoine (droits inclus) :



Ce patrimoine est évalué à 357 125 K€ (droits inclus) au 30 septembre 2008 par Jones Lang Lasalle en baisse de 10,3% par rapport au 31 mars 2008.

Répartition géographique du patrimoine :



Au 30 septembre 2008, le patrimoine est intégralement composé d'immeubles de bureaux.

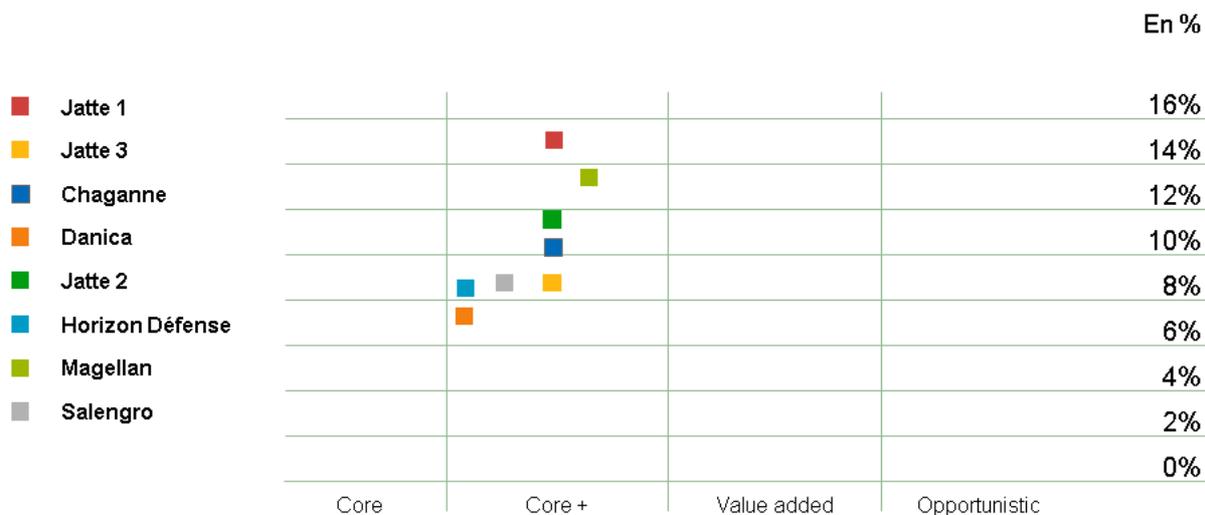
2.7.3. Rendement des immeubles

a) Rendement opérationnel

Le rendement opérationnel des immeubles présenté dans le graphique ci-dessous est égal à :

(+ loyers nets – charges d'intérêts – coûts de maintenance) / (fonds propres alloués*)

* Fonds propres alloués = Juste valeur de l'immeuble au 01/04/08 - capital restant dû de l'emprunt affecté à l'immeuble



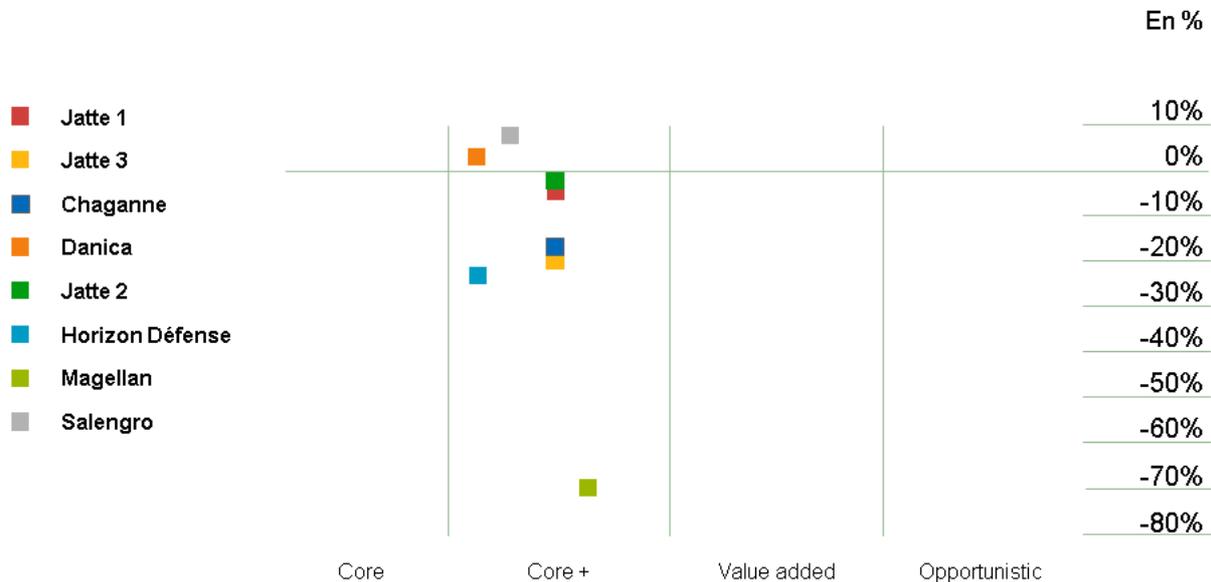
b) Rendement global

Le rendement global des immeubles présenté dans le graphique ci-dessous est égal à la somme du rendement opérationnel et du rendement en capital des immeubles.

Le rendement en capital est égal à :

$$(+/- \text{ variation de valeur hors droits - travaux immobilisés}) / (\text{fonds propres alloués}^*)$$

* Fonds propres alloués = Juste valeur de l'immeuble au 01/04/08 - capital restant dû de l'emprunt affecté à l'immeuble



Synthèse du patrimoine : Cf. tableau en annexe

3. COMPTES CONSOLIDES

3.1 Bilan consolidé

Actif

en K€	30/09/2008	31/03/2008
ACTIFS NON COURANTS		
Actifs corporels	210	237
Immeubles de placement	336 270	374 737
Autres actifs non courants	230	382
Dérivés à la juste valeur	6 938	3 424
TOTAL DE L'ACTIF NON COURANT	343 648	378 780
ACTIFS COURANTS		
Créances clients	6 945	8 964
Autres créances	4 212	4 010
Charges constatées d'avance	191	440
Trésorerie et équivalents de trésorerie	23 044	22 784
TOTAL DE L'ACTIF COURANT	34 393	36 198
TOTAL ACTIF	378 041	414 978

Passif

en K€	30/09/2008	31/03/2008
CAPITAUX PROPRES		
Capital	54 874	54 940
Primes d'émission	51 330	58 632
Obligations remboursables en actions	29 558	29 558
Réserves consolidées	11 239	6 633
Couverture de flux de trésorerie future	6 938	3 046
Résultat consolidé - part du Groupe	-32 608	5 897
CAPITAUX PROPRES - PART DU GROUPE	121 332	158 706
INTERETS MINORITAIRES	0	0
TOTAL CAPITAUX PROPRES	121 332	158 706
PASSIFS NON COURANTS		
Dettes bancaires	226 278	226 178
Autres dettes financières	5 805	6 375
Instruments financiers	0	378
Dettes d'impôts - exit tax	4 285	4 197
TOTAL DU PASSIF NON COURANT	236 368	237 128
PASSIFS COURANTS		
Part courante des emprunts et dettes financières		
Dettes bancaires	1 213	1 055
Autres dettes financières	1 856	1 779
Dettes fournisseurs et autres dettes	17 272	16 310
Dettes fournisseurs	1 375	711
Dettes fiscales et sociales	2 714	2 112
Dettes d'impôt exigible	4 530	4 419
Autres dettes	1 497	2 461
Produits constatés d'avance	7 156	6 607
TOTAL DU PASSIF COURANT	20 341	19 144
TOTAL PASSIF	378 041	414 978

3.2 Compte de résultat

en K€	30/09/2008	31/03/2008	30/09/2007
Revenus locatifs	13 348	20 910	8 753
Charges du foncier	-134	-185	-104
Charges locatives non récupérées	-60		
Charges sur immeubles	-103	-307	-151
Loyers nets	13 051	20 418	8 498
Frais de structure	-794	-1 501	-790
Frais de personnel	-486	-1 158	-294
Variation des provisions	-100		
Frais de fonctionnement	-1 380	-2 659	-1 084
Ajustement à la hausse des immeubles de placement		7 813	8 304
Ajustement à la baisse des immeubles de placement	-38 467	-4 865	-1 131
Incidence de la valorisation hors droits des acquisitions de l'exercice		-8 258	
Incidence des investissements	-612	-360	-1
Ajustement à la hausse du portefeuille-titre	64		
Solde net des ajustements de valeur	-39 015	-5 670	7 172
Produit de cession des immeubles placement		13 075	13 075
VNC des immeubles cédés		-9 415	-9 415
Résultat de cession des immeubles de placement	0	3 660	3 660
Résultat opérationnel net	-27 344	15 749	18 247
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	387	1 905	1 367
Intérêts et charges assimilées	-5 651	-11 757	-4 983
Coût de l'endettement financier net	-5 264	-9 852	-3 616
Résultat net avant impôt	-32 608	5 897	14 631
Impôts sur les bénéfices			
Impôts différés			
Ajustement écart d'acquisition			
Résultat net de l'ensemble consolidé	-32 608	5 897	14 631
Dont part du Groupe	-32 608	5 897	14 631
Dont part des minoritaires	0	0	0

3.3 Normes et principes comptables

Les comptes consolidés semestriels résumés ont été préparés en conformité avec la norme IAS 34 « Norme du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union Européenne relative à l'information financière intermédiaire ».

Les principes et méthodes comptables appliqués au 30 septembre 2008 sont sans changement par rapport à ceux appliqués pour l'établissement des comptes au 31 mars 2008.

Le périmètre de consolidation est constitué de Züblin Immobilière France et de ses filiales consolidées selon la méthode de l'intégration globale (Züblin Immobilière Paris Ouest et Züblin Immobilière Verdun Flourens).

3.4 Commentaires

Les comptes consolidés présentés couvrent la période du 1er avril 2008 au 30 septembre 2008.

3.4.1 Bilan

a) Immeubles de placement

La valeur des immeubles de placement dans les comptes consolidés au 30 septembre 2008 est de 336 270 K€ contre 374 737 K€ au 31 mars 2008. Ce montant correspond à la juste valeur des immeubles. Elle est établie à partir de l'expertise indépendante effectuée par Jones Lang Lasalle diminuée des frais et droits de mutation estimés à environ 6,2% de la valeur d'expertise. Elle a baissé de 10,3% entre les deux dates principalement en raison de la situation sur le marché des transactions immobilières du secteur tertiaire qui a conduit l'évaluateur à revoir à la hausse les rendements attendus sur certains actifs.

b) Instruments financiers

Cf. partie ressources financières

c) Créances clients

Au 30 septembre 2008 le montant de 6 945 K€ concerne essentiellement la facturation des loyers et accessoires du 4ème trimestre 2008 dont l'impact est neutralisé par des produits constatés d'avance.

Ce montant est présenté net d'une provision de 100 K€ pour litige lié à un redressement de taxe sur les bureaux.

d) Autres créances

Le montant des autres créances s'élève à 4 212 K€ au 30 septembre 2008 et comprend notamment un crédit de TVA en attente de remboursement liée à l'acquisition de l'immeuble Salengro pour 1 848 K€.

e) ORA

La composante dette est amortissable sur la durée de vie de l'ORA soit 10 ans. Le montant annuel d'amortissement du capital est déterminé comme étant la différence entre les intérêts calculés sur la période au taux d'intérêt effectif de 4,84% et le montant du coupon versé annuellement au porteur de l'ORA. Il convient de noter qu'à la conversion de l'ORA, l'incidence sur le niveau des capitaux propres du Groupe de la présentation en deux composantes distinctes disparaît.

f) Dettes bancaires et financières

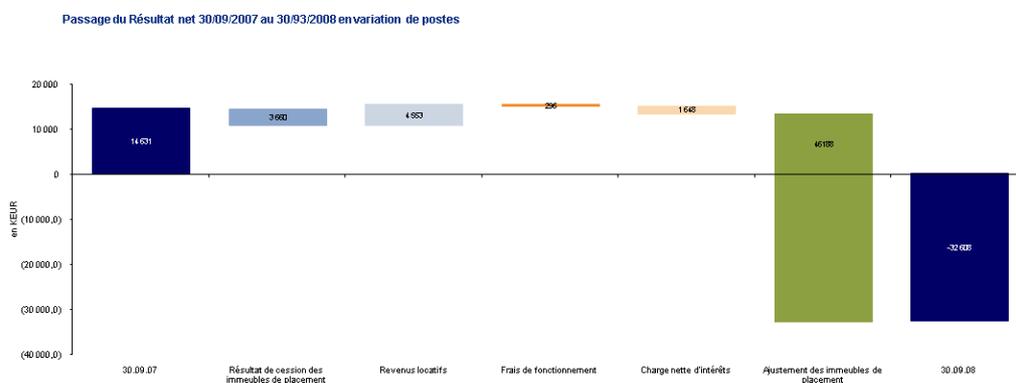
Cf. partie ressources financières

g) Dette d'impôt

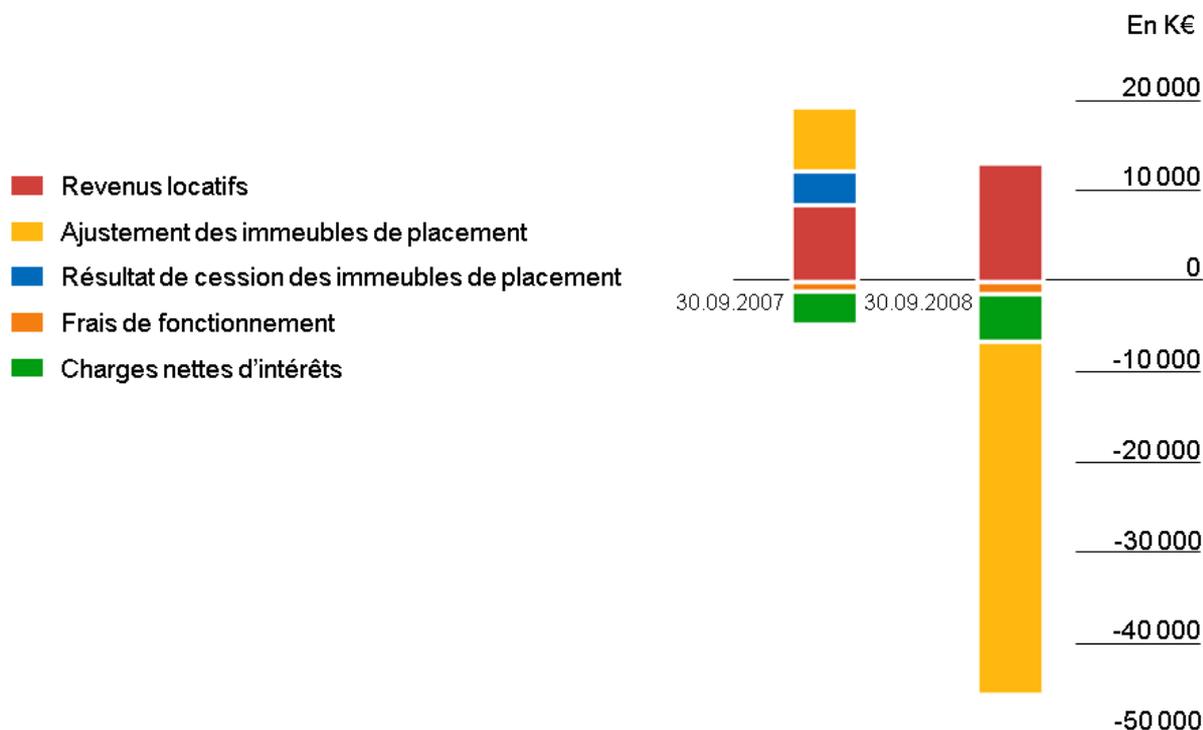
Au 30 septembre 2008, la dette d'impôt sur les sociétés s'élève à 8 815 K€ et représente la dette d'« exit tax » actualisée au taux d'endettement moyen du Groupe au 30 septembre 2008. Cette dette, d'un montant facial de 9 187 K€, fait l'objet d'un paiement différé sur 4 ans (dont deux échéances déjà passées au 30 septembre 2008), la charge d'actualisation (373 K€) impacte la rubrique « intérêts et charges assimilées » du compte de résultat.

3.4.2 Compte de résultat

Le résultat consolidé au 30 septembre 2008 est une perte de 32 608 K€ contre un gain de 5 897 K€ au 31 mars 2008 (12 mois). Le graphique ci-dessous présente les variations par postes du compte de résultat entre les premiers semestres des exercices 2007/08 et 2008/09 :



Le graphique ci-dessous compare par nature de charges et de produits les résultats au 30 septembre 2007 et au 30 septembre 2008 :



a) Revenus locatifs

Au total, du 1^{er} avril 2008 au 30 septembre 2008, le Groupe a perçu 13 448 K€ de revenus locatifs soit 52% de plus qu'au premier semestre du précédent exercice. Cette croissance s'explique principalement par l'impact des acquisitions réalisées par le Groupe durant les 15 derniers mois. A périmètre comparable (soient les immeubles Jatte 1, 2 et 3, Suresnes et Gennevilliers), les revenus locatifs perçus du 1^{er} avril au 30 septembre 2008 s'élèvent à 8 262 K€, en diminution de 2% par rapport au premier semestre de l'exercice précédent du fait notamment de la vacance et des franchises de loyers consenties sur les relocations d'étages de l'immeuble Jatte 3.

b) Frais de fonctionnement

Les frais de fonctionnement du Groupe pour l'exercice se sont élevés à 1 380 K€ contre 1 084 K€ pour le premier semestre de l'exercice précédent, soit une augmentation de 27% qui résulte en grande partie de l'augmentation des frais de personnel (incluant les jetons de présence versés aux administrateurs ; les dépenses de transport et déplacement, les honoraires de cabinet de recrutement et les coûts de personnel intérimaire) qui passent de 294 K€ à 486 K€.

Les frais de structure quant à eux restent stables, ils s'élèvent à 794 K€ contre 790 K€ au 30 septembre 2007.

c) Solde net des ajustements de valeur

Voir commentaire 3.4.1.

d) Produits et charges financières

Les produits financiers s'élèvent à 387 K€ au 30 septembre 2008 contre 1 367 K€ au 30 septembre 2007. La diminution constatée résulte essentiellement de la baisse des intérêts financiers perçus (385 K€ au 30 septembre 2008 contre 842 K€ au 30 septembre 2007) du fait de l'emploi de la trésorerie issue de l'augmentation de capital de juin 2007 et de l'émission de l'ORA dans l'acquisition des immeubles Magellan, Danica et Salengro.

Les charges financières étaient de 4 983 K€ au 30 septembre 2007. Elles sont de 5 651 K€ au 30 septembre 2008. Elles correspondent pour l'essentiel aux intérêts versés au titre des prêts hypothécaires contractés par le Groupe (4 530 K€ au 30 septembre 2007, et 5 306 K€ au 30 septembre 2008). Le solde est constitué par des charges d'actualisation, la charge d'intérêts courus sur l'ORA.

Voir également section 6 ressources financières.

3.5 Actif Net Réévalué

Le Groupe ayant opté pour l'enregistrement de ses immeubles à leur juste valeur, les capitaux propres consolidés du Groupe majorés de la composante dette de l'ORA sont représentatifs de l'actif net réévalué de « liquidation » du Groupe, soit la somme qui serait restituée aux actionnaires en cas de cessation d'activité immédiate du Groupe. Pour le calcul de l'actif net réévalué sur une base non diluée, il n'est pas tenu compte des ORA.

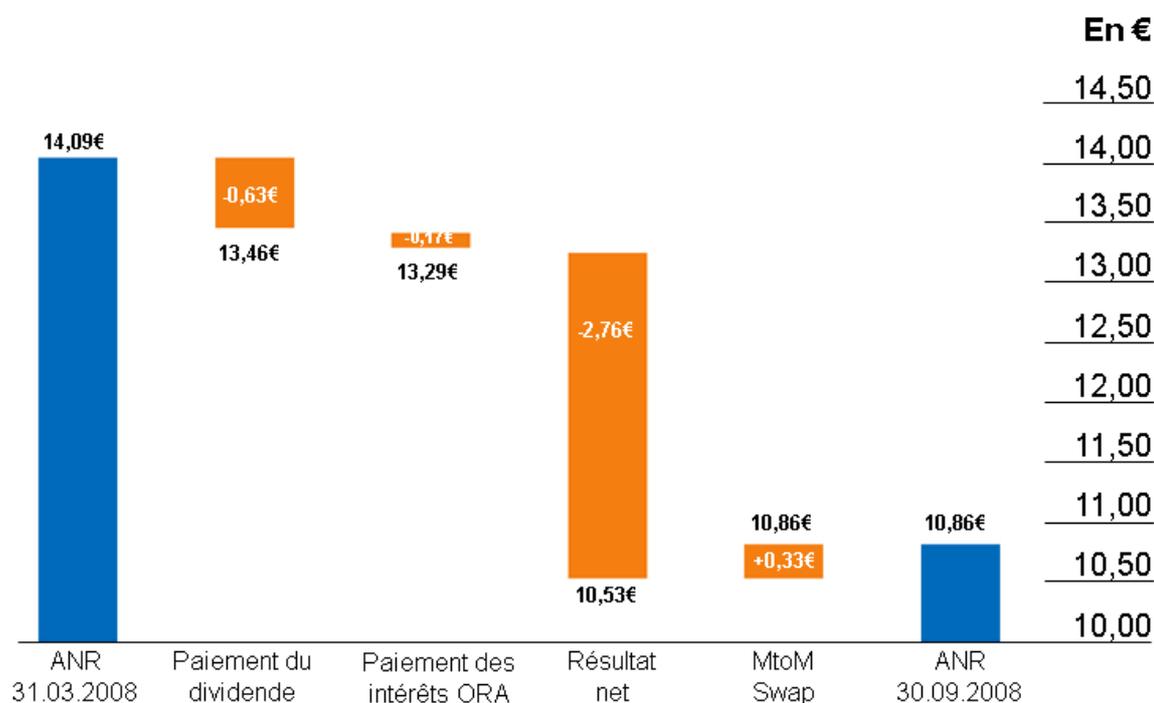
Pour apprécier l'actif net réévalué de « remplacement », c'est-à-dire le montant des capitaux nécessaires à la poursuite de l'exploitation du Groupe dans des conditions économiques et financières identiques, il convient de substituer la valeur de marché « droits inclus » des immeubles à la valeur « hors droit » retenue pour l'appréciation de leur juste valeur dans les comptes consolidés du Groupe. Cette valeur « droits inclus » est estimée par le cabinet Jones Lang Lasalle à 357 125 K€ au 30 septembre 2008, soit un écart de 20 855 K€ par rapport à la valeur « hors droit » enregistrée dans les comptes.

Le calcul de l'actif net réévalué par action est établi sur la base du nombre d'action en circulation (base non diluée) ou potentiel (base diluée) au 30 septembre 2008 hors actions propres.

Le tableau ci-dessous détaille les calculs de l'actif net réévalué de liquidation et de remplacement sur une base non-diluée et diluée.

	Non dilué	Dilué
Fonds propres consolidés	121 331 973 €	121 331 973 €
- dont composante ORA	- 29 557 843 €	5 081 780 €
Actif net Réévalué de liquidation	91 774 130 €	126 413 753 €
Ajustement de valeur du patrimoine (droits)	20 855 000 €	20 855 000 €
Actif net réévalué de remplacement	112 629 130 €	147 268 753 €
Nombre d'actions (hors actions propres)	9 145 638	11 645 638
Actif net réévalué de liquidation par action	10,03 €	10,86 €
Actif net réévalué de remplacement par action	12,32 €	12,65 €

Le graphique ci-dessous décompose par nature les variations de l'ANR par action entre le 31 mars 2008 et le 30 septembre 2008.



3.6 Cash Flow d'exploitation

Le Groupe définit son cash flow d'exploitation comme étant son résultat avant impôts retraité de la variation de la valeur des actifs, de l'incidence des cessions d'immeubles, et de celle de l'actualisation de l'exit tax et des dépôts de garantie des locataires et des éléments financiers non récurrents du compte de résultat.

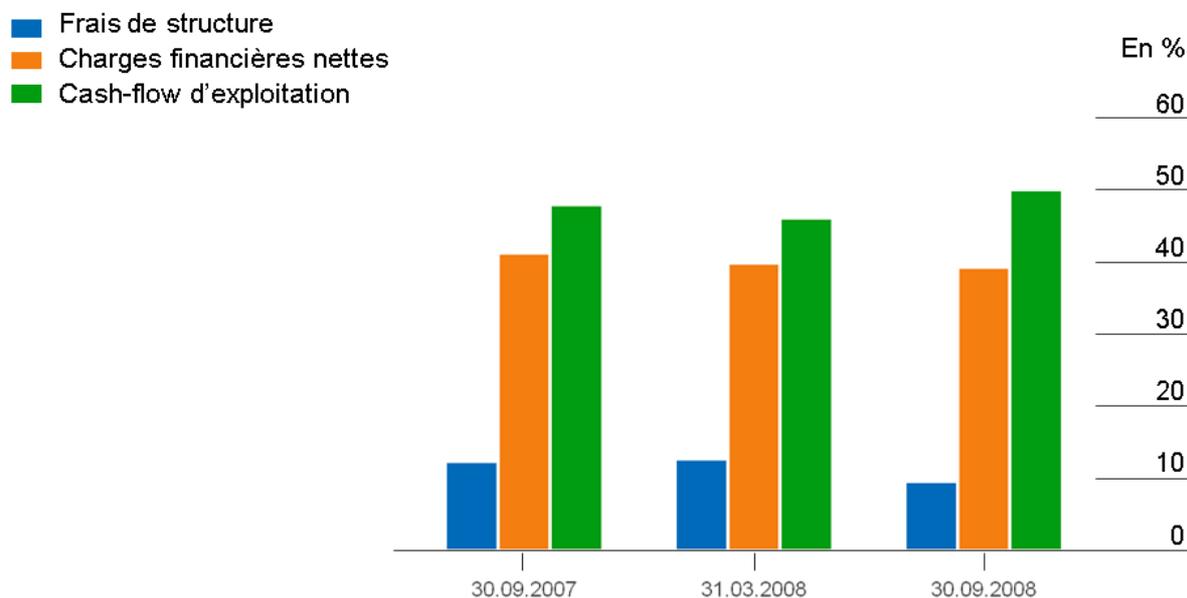
Le calcul du cash flow d'exploitation par action est établi sur la base d'un nombre d'action moyen pondéré hors actions propres (en circulation ou potentiel selon le cas) pour le premier semestre de l'exercice clos au 31 mars 2009.

Le tableau ci-dessous détaille les calculs du cash flow d'exploitation pour la période de 6 mois du 1^{er} avril 2008 au 30 septembre 2008 sur une base non-diluée et diluée.

	Non dilué	Dilué
Résultat net avant impôts	- 32 607 508 €	- 32 607 508 €
Ajustement de variation de valeur des immeubles	39 079 275 €	39 079 275 €
Ajustement des effets d'actualisation des dépôts et exit tax	215 615 €	215 615 €
Cash flow d'exploitation (6 mois)	6 687 381 €	6 687 381 €
Nombre d'actions moyen pondéré (hors actions propres)	9 145 638	11 645 638
Cash flow d'exploitation par action (6 mois)	0,73 €	0,57 €

Compte tenu des niveaux de cash flow d'exploitation déterminés ci-dessus, le Groupe présente les indicateurs de rentabilité suivants au 30 septembre 2008 :

En % des loyers bruts



4. COMPTES SOCIAUX DE ZÜBLIN IMMOBILIERE FRANCE

Le résultat social au 30 septembre 2008 de Züblin Immobilière France est une perte de 15 671 274 €.

Les produits d'exploitation s'élèvent à 8 010 K€, dont 7 414 K€ de loyers.

Les charges d'exploitation sont de 27 329 K€. Elles incluent notamment les salaires et charges sociales pour 466 K€, des amortissements pour 3 120 K€ et des dotations aux dépréciations sur immobilisations de 22 342 K€ correspondant principalement à l'utilisation de valeurs hors droits pour apprécier la valeur vénale des immeubles qui est comparée à une valeur nette comptable comprenant les frais d'acquisition.

Les produits financiers s'élèvent à 10 183 K€, dont 10 015 K€ de dividendes reçus de Züblin Immobilière Paris Ouest et 163 K€ d'intérêts créditeurs.

Les charges financières sont de 6 456 K€ dont 5 098 K€ d'intérêts sur emprunts, 1 358 K€ de provision pour dépréciation des titres Züblin Immobilière Verdun Flourens.

Le total des actifs de la société au 30 septembre 2008 est de 259 713 K€, dont 198 918 K€ d'immobilisations dans des immeubles de placement, 38 346 K€ de participations et créances rattachées et 11 042 K€ de disponibilités.

Les capitaux propres de la société au 30 septembre 2008 sont de 71 322 K€ et les dettes de 188 392 K€ (dont 35 500 K€ d'obligations remboursables en actions et 142 000 K€ de dettes auprès d'établissements de crédits).

5. EVOLUTION ET PERSPECTIVES

5.1 Evénements importants survenus depuis le 30 septembre 2008

- Immeuble Magellan

Le 6 novembre 2008, Züblin Immobilière France et la société Faurecia ont résilié partiellement le bail de l'immeuble Magellan (soient une résiliation de 9 509 m² et 271 parkings sur un total de 11 162 m² de surface utile et 296 parkings) avec effet rétroactif au 1^{er} octobre 2008. Un nouveau bail a été conclu, avec effet à cette même date, pour ces mêmes surfaces et parkings pour une durée de 9 années dont 6 ans fermes. Le loyer annualisé global de l'immeuble ressort à 4,4 M€* (362 €/m² bureau).

* loyer économique hors charge, hors taxe

- Immeuble Jatte 3

En octobre 2008, Züblin Immobilière France a conclu un bail (3/6/9) avec la société TMC Régie pour la location d'un étage de 848m² de l'immeuble « Jatte 3 » à compter du 1^{er} janvier 2009. Le loyer annualisé est fixé à 333,8K€* (365€/m² bureau). Par ailleurs, ce bail est assorti d'une franchise de loyers de 6 mois.

* loyer hors charge, hors taxe

Après prise en compte des nouveaux baux conclus avec TMC Régie et Faurecia, le taux de vacance financière sur l'ensemble du patrimoine s'élève à 0,5 % contre 1,8 % au 30 septembre 2008.

5.2 Perspectives d'avenir

Züblin Immobilière France a décidé de suspendre provisoirement la poursuite de la politique d'investissement en raison du contexte économique et financier particulier de la période en cours. L'objectif d'investissement visant à atteindre un patrimoine de 500 M€ à moyen/long terme est cependant maintenu. Il est peu probable qu'il sera réalisé à la mi-2009.

La dette bancaire de Züblin immobilière France ayant une maturité de plus de cinq ans et étant intégralement couverte contre les fluctuations de taux d'intérêts, à périmètre et conditions de location équivalentes, et après prise en compte du nouveau bail Faurecia, le cash flow d'exploitation par action devrait croître d'environ 3% sur l'exercice 2008/2009 par rapport à l'exercice précédent.

Züblin Immobilière France poursuit son effort en matière de travaux de rénovation. Ces travaux sont effectués en intégrant une approche environnementale chaque fois que cela est possible. Ils permettent d'améliorer les conditions d'exploitation des immeubles et le niveau des prestations proposées aux locataires dans le but de les fidéliser et de pérenniser les revenus de la Société.

6. RESSOURCES FINANCIERES

6.1 Principes généraux de la gestion financière

Pour optimiser le rendement de ses fonds propres, Le Groupe a recours à l'effet de levier. Il a pour objectif de maintenir le montant de ses emprunts bancaires entre 60 et 70% de la valeur de marché de ses actifs. Ponctuellement, le Groupe pourrait avoir recours à des prêts relais afin d'être en mesure de poursuivre la mise en œuvre de son plan d'investissement indépendamment du calendrier de renforcement de ses fonds propres.

Le Groupe privilégie les emprunts remboursables in fine d'une durée supérieure à cinq ans et mène une politique de couverture de son risque de taux.

6.2 Encours des dettes bancaires au 30 septembre 2008

Au 30 septembre 2008, l'encours brut des emprunts bancaires s'élève à 228 millions d'euros, soit un ratio LTV de 63,8% de la valeur de marché, droits inclus, du patrimoine. Le Groupe a souhaité en effet réduire le recours à l'endettement pour ses dernières acquisitions afin de ramener son ratio LTV dans la borne basse de son objectif long terme, tant que les conditions d'accès aux marchés financiers resteront difficiles.

Comme le montre le tableau ci-dessous, le Groupe n'a aucun besoin de refinancement dans les 5 prochaines années.

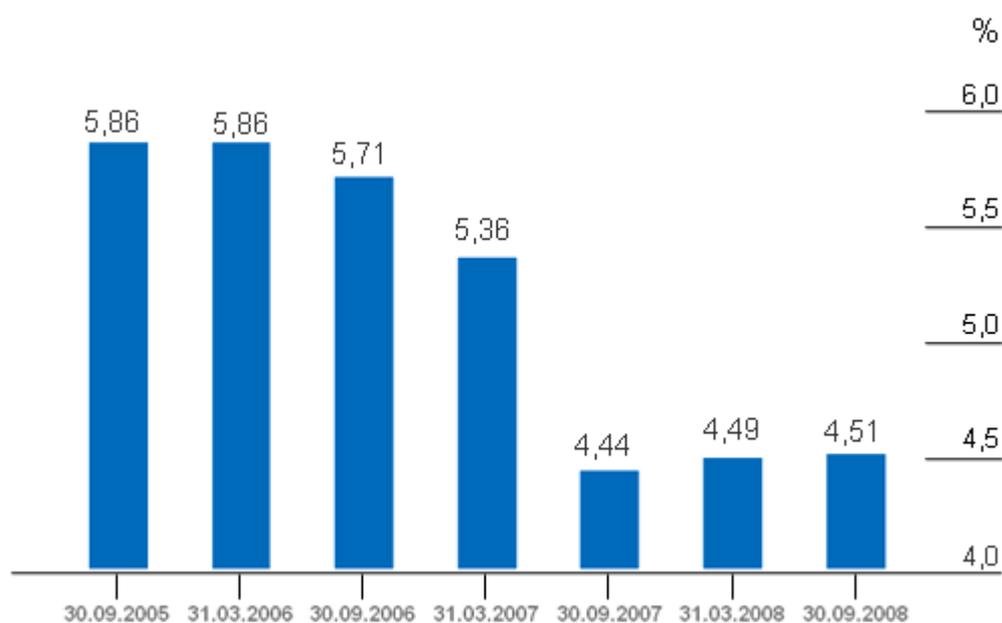
Synthèse des emprunts bancaires au 30 septembre 2008 :

Etablissement prêteur	Encours (en M€)	Échéances	Taux 1 (en %)	Échéance			Objet
				<1 an	De 1 à 5 ans	>5 ans	
Aareal	75,8	04.07.2014	3,925		75,8		Financement Jatte1 & Jatte2
Aareal	18	01.08.2016	5,045		18		Financement Gennevilliers
Natixis	40	31.12.2013	4,552		40		Financement Jatte3
Natixis	55	04.10.2014	4,760		55		Financement Magellan
Aareal	10	28.06.2014	4,598		10		Financement Suresnes
Natixis	29	10.01.2015	5,122		29		Financement Danica
Total	227,8				227,8		

1 Taux après couverture (après prise en compte de la résiliation partielle du bail Faurecia et conclusion d'un nouveau bail le 6/11/2008).

6.3 Evolution du taux moyen d'endettement

Le taux d'endettement moyen du Groupe après couverture évolue de la manière suivante :



6.4 Engagements pris et garanties consenties

Lors de l'acquisition de leurs actifs immobiliers, Züblin Immobilière France et ses filiales ont accepté que des inscriptions de privilège de prêteur de deniers soient prises par les banques pour des montants correspondant au principal et accessoire des crédits consentis.

Tous les immeubles sont hypothéqués à titre de sûreté et garantie du remboursement des prêts contractés.

Ont été données en garantie, au profit des banques toutes les créances actuelles ou futures résultant des baux intervenus ou des baux à intervenir sur tous les immeubles.

Ont également été données en garantie, au profit des banques, les créances qui seraient détenues à l'encontre des compagnies d'assurance assurant les actifs immobiliers au titre des « dommages, périls et perte de loyers ».

Ont été donnés en garantie, au profit des banques sous la forme d'un nantissement, les titres des filiales SCI Züblin Verdun Flourens et Züblin Immobilière Paris Ouest I détenus par Züblin Immobilières France.

Enfin, les comptes de fonctionnement des immeubles ouverts dans les livres des banques ont été nantis à leur profit.

L'ensemble des revenus locatifs ou autres produits directement liés à l'exploitation des immeubles sont alloués en priorité au remboursement de toutes les sommes dues aux prêteurs.

Dans le cadre des emprunts hypothécaires contractés, Züblin Immobilière France et ses filiales ont pris divers engagements usuels, notamment en matière d'information des banques prêteuses et de respect de ratios financiers. Le tableau ci-dessous présente les ratios financiers que doivent respecter Züblin Immobilière France et ses filiales au titre de ces engagements.

(2) (3)

Etablissement prêteur	Objet	Ratio LTV maximum	DSCR (devant être supérieur ou égal à)
Aareal	Refinancement Züblin immobilière Paris Ouest (Jatte 1, Jatte 2)	70%	1 15%
Aareal	Financement Le Chaganne (Gennévilliers)	-	-
Natixis	Financement Jatte 3 (Neuilly sur seine)	75% (1)	-
Aareal	Financement Défense-Horizon 2 (Suresnes)	-	-
Natixis	Financement Magellan (Nanterre)	70% (1)	1 50% (1)
Natixis	Financement Danica (Lyon)	70% (1)	1 50% (1)

- (1) Ratios financiers à respecter sur une base consolidée
- (2) Ratio dont la méthodologie de calcul peut varier d'un contrat à l'autre, et qui généralement rapporte la valeur nette des immeubles (hors droits) à l'endettement net de la société
- (3) Ratio de couverture du service de la dette, dont la méthodologie peut varier d'un contrat à l'autre et qui rapporte généralement les éléments cash de l'EBITDA au montant des frais financiers

Au 30 septembre 2008, le ratio LTV de Züblin Immobilière Paris Ouest est de 61,1%(4) et son ratio DSCR est de 321% (4). Son ratio LTV maximum autorisé serait atteint si la valeur de ses

actifs baissait de 13%. Son ratio DSCR minimum autorisé serait atteint si le taux de vacance était de 65%.

Au 30 septembre 2008, le ratio LTV de Züblin Immobilière France est de 56,7%(4) et son ratio DSCR est de 216% (4). Son ratio LTV maximum autorisé serait atteint si la valeur de ses actifs baissait de 13%. Son ratio DSCR minimum autorisé serait atteint si le taux de vacance était de 31%.

(4) Ratios calculés selon modalités de calcul indiqués dans les contrats de financement, après prise en compte de la résiliation partielle du bail Faurecia et conclusion d'un nouveau bail le 6 novembre 2008.

Par ailleurs, la société Züblin immobilière France, a pris l'engagement de rembourser les emprunts souscrits auprès des banques dans l'hypothèse où la société ne serait plus détenue directement ou indirectement par la société Züblin Immobilien Holding AG à hauteur de 50,01% du capital et des droits de vote.

6.5 Instruments financiers dérivés

Le Groupe utilise des instruments financiers dérivés pour se couvrir contre les risques associés aux taux d'intérêts. Ces instruments financiers dérivés sont initialement reconnus à la juste valeur à la date à laquelle les contrats sont entrés en vigueur et sont ultérieurement évalués à la juste valeur. Ils sont ainsi comptabilisés en tant qu'actifs lorsque la juste valeur est positive et en tant que passifs lorsque la juste valeur est négative. La juste valeur des contrats de SWAP de taux d'intérêt est déterminée par référence aux valeurs de marchés d'instruments similaires.

Au 30 septembre 2008, dans le cadre de sa politique de gestion des taux, le Groupe a ainsi souscrit 12 contrats de swap dont la juste valeur s'élève à 6 938 K€.

Ces contrats font l'objet d'une comptabilité de couverture de flux de trésorerie (« Cash Flow Hedge »). Les variations de juste valeur des contrats de swap, liées aux évolutions de taux d'intérêt, sont comptabilisées en capitaux propres dans la mesure de leur efficacité testée selon les critères de IAS 39.

7. RISQUES

7.1 Description des principaux facteurs de risques

Züblin Immobilière France et ses filiales sont soumises à de nombreux risques et incertitudes qui sont susceptibles d'affecter leur activité, leur situation financière, leurs résultats ou leur développement, et dont les plus significatifs sont décrits ci-après.

D'autres risques, non identifiés à la date d'établissement du présent document ou dont la réalisation n'est pas considérée, à cette même date, comme susceptible d'avoir un effet défavorable significatif sur Züblin Immobilière France et ses filiales, leur activité, leur situation financière, leurs résultats ou leur développement, peuvent exister.

7.1.1 *Risques liés à l'environnement économique, financier et réglementaire du Groupe*

a) Evolution de la conjoncture économique

L'évolution de la conjoncture économique générale est susceptible de favoriser ou au contraire de réduire la demande de nouvelles surfaces de bureaux. Le niveau des loyers et la valorisation des immeubles de bureaux sont fortement influencés par l'offre et la demande de surfaces immobilières. Un ralentissement de l'économie peut également avoir une incidence sur la capacité des locataires à payer leur loyer et charges locatives.

Principales conséquences pour le Groupe d'un ralentissement de l'économie :

- risque de baisse des valeurs locatives ;
- risque de baisse de la valeur des immeubles ;
- risque d'insolvabilité des locataires ;
- risque d'augmentation du taux de vacance ;

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité (baisse des revenus locatifs affectant le ratio de couverture du service de la dette).

b) Evolution du niveau des taux d'intérêts

Le niveau des taux d'intérêts affecte la valeur du patrimoine du Groupe, car les taux de rendement appliqués par les experts immobiliers aux loyers d'immeubles à usage de bureaux aux fins de valorisation desdits immeubles sont déterminés en partie en fonction des taux d'intérêts. Le niveau des taux d'intérêts affecte également le coût du financement des nouvelles acquisitions envisagées par le Groupe et celui des travaux de rénovation de son patrimoine existant. Enfin l'évolution des taux d'intérêt affecte les coûts de financement du Groupe pour la partie des emprunts bancaires à taux variable ne faisant pas l'objet d'une couverture de taux.

Principales conséquences pour le Groupe d'une augmentation des taux d'intérêts :

- risque de baisse de la valeur des immeubles ;
- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à de nouvelles acquisitions ;
- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à des travaux de rénovation ;
- risque d'augmentation du coût des emprunts bancaires à taux variable non couverts ;

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité (augmentation du coût de la dette non compensée par des revenus locatifs supérieurs).

c) Evolution des conditions d'accès aux marchés financiers et bancaires

L'accès aux marchés financiers et bancaires est essentiel à la stratégie de croissance du Groupe et à son financement. Un durcissement des conditions d'accès affecte directement la capacité du Groupe à poursuivre de nouvelles acquisitions, à refinancer les dettes arrivant à maturité à effectuer des travaux de rénovation de son patrimoine.

Principales conséquences pour le Groupe d'un durcissement des conditions d'accès aux marchés financiers et bancaires :

- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à de nouvelles acquisitions ;
- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à des travaux de rénovation ;
- difficultés accrues, voire impossibilité de refinancer les emprunts bancaires arrivant à échéance ;

Zones d'Impact : ANR (obsolescence accrue des immeubles), cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

d) Solvabilité des locataires et des contreparties financières

Le Groupe est exposé au risque de crédit au travers de ses activités de gestion locative. Egalement, la mise en place de produits dérivés pour limiter le risque de taux expose le Groupe à une éventuelle défaillance d'une contrepartie bancaire.

Principales conséquences pour le Groupe de l'insolvabilité d'un locataire ou d'une contrepartie financière :

- Baisse des revenus locatifs ;
- Perte de revenus financiers (contrepartie financière) ;
- Exposition accrue au risque de fluctuation des taux d'intérêts (contrepartie financière) ;

Zones d'Impact : cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

e) Evolution des réglementations applicables à l'activité du Groupe

Dans la conduite de ses activités de détention et gestion d'actifs immobiliers de bureaux, le Groupe est tenu de se conformer à de nombreuses réglementations relatives notamment aux baux commerciaux, à la copropriété, à la prévention des risques pour la santé, la sécurité des personnes et la sauvegarde de l'environnement. Toute évolution significative de ces réglementations pourrait accroître les contraintes auxquelles le Groupe est tenu de satisfaire.

Principales conséquences pour le Groupe d'une évolution contraignante des réglementations :

- Nécessité d'entreprendre des travaux de modernisation des immeubles ;
- difficultés accrues pour louer les immeubles ou pour conserver les locataires existants ;
- renchérissement des coûts d'exploitation ;

Zones d'Impact : ANR (obsolescence accrue des immeubles), cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

7.1.2 Risques liés au secteur d'activité du Groupe

a) Absence de liquidités des actifs

Les actifs immobiliers de bureaux étant peu liquides, le Groupe pourrait, en cas de dégradation de la conjoncture économique, ne pas être en mesure de céder rapidement et dans des conditions satisfaisantes une partie de ses actifs immobiliers. Tant que le Groupe possède un nombre limité d'actifs (huit à la date du 30 septembre 2008), toute cession d'actifs aurait un impact significatif sur son activité.

Principales conséquences pour le Groupe de l'absence de liquidité des actifs :

- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à une cession ;

Zones d'Impact : liquidité.

b) Vieillesse des immeubles

Les actifs du Groupe sont constitués d'immeubles construits en grande majorité depuis plusieurs années, pour certains d'entre eux depuis une trentaine d'années. Quelles que soient leurs dates de construction, les immeubles vieillissent et des travaux de rénovation doivent être entrepris régulièrement afin de faciliter leur relocation et afin de s'assurer de leur conformité aux normes et réglementations. Selon leur nature et leur importance, les travaux peuvent être à la seule charge du propriétaire et peuvent nécessiter une vacance temporaire partielle ou totale de l'immeuble pour pouvoir être effectués.

Principales conséquences pour le Groupe du vieillissement des immeubles :

- risque de baisse de la valeur des immeubles ;

- risque de baisse des valeurs locatives ;
- nécessité d'entreprendre des travaux de rénovation occasionnant une vacance physique ou financière ;

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité (baisse des revenus locatifs affectant le ratio de couverture du service de la dette).

c) Réglementation applicable en matière de baux commerciaux

En France, la législation relative aux baux commerciaux est très rigoureuse à l'égard du bailleur. Les stipulations contractuelles liées à la durée, au renouvellement, au dépôt de garantie, à la clause résolutoire ou à l'indexation des loyers sont d'ordre public et limitent notamment la flexibilité des propriétaires d'augmenter les loyers pour les faire correspondre aux évolutions du marché et d'optimiser ainsi leurs revenus locatifs. Par ailleurs, le locataire a la faculté de libérer les locaux à la date d'échéance du bail ainsi qu'à l'issue, en principe, de chaque période triennale sauf convention contraire. Le Groupe ne peut exclure qu'à l'échéance des baux, ou bien lors de la prochaine échéance triennale de leurs baux, les locataires en place choisiront de ne pas renouveler leur contrat de bail.

Principales conséquences pour le Groupe d'un départ d'un locataire :

- Baisse des revenus locatifs ;
- Augmentation de la vacance jusqu'à relocation des locaux libérés ;

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

d) Fluctuation de la valeur des immeubles et du niveau des loyers

La détention d'actifs immobiliers destinés à la location expose le Groupe au risque de fluctuation de la valeur des actifs immobiliers en portefeuille.

Les loyers constituent la principale source de revenus du Groupe. Le Groupe est exposé à un risque de fluctuation de ses revenus du fait du départ potentiel de locataires (vacance) ou de révision à la baisse des loyers lors de renouvellement de baux (sur-location)

Principales conséquences pour le Groupe des fluctuations de la valeur des actifs et du niveau des loyers :

- Risque de baisse de la valeur des actifs ;
- Risque de baisse des revenus locatifs ;
- Risque de non-respect d'engagements contractés au titre des financements pouvant entraîner leur déchéance ;

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

7.1.3 *Risques liés aux choix stratégiques, financiers et opérationnels du Groupe*

a) Stratégie d'acquisition

Dans le cadre de sa stratégie de développement, le Groupe souhaite poursuivre l'acquisition sélective d'actifs immobiliers. Le Groupe ne peut garantir que de telles opportunités d'acquisition se présenteront, ni que les acquisitions auxquelles elle procédera obtiendront la rentabilité qu'elle escomptait à l'origine.

De telles acquisitions comportent un certain nombre de risques liés (i) aux conditions du marché immobilier des bureaux, (ii) à la présence sur ce marché de nombreux investisseurs (iii) à l'évaluation des actifs, (iv) au potentiel de rendement locatif de tels actifs, (v) aux effets sur les résultats opérationnels du Groupe, (vi) à la mobilisation des dirigeants et personnes clés sur de telles opérations, et (vii) à la découverte de problèmes inhérents à ces acquisitions comme la présence de substances dangereuses ou toxiques, problèmes environnementaux ou réglementaires.

Principales conséquences pour le Groupe de la stratégie d'acquisition :

- difficultés accrues, voire impossibilité de procéder à une acquisition ;
- difficultés accrues, voire impossibilité d'accroître le patrimoine du Groupe et ses revenus locatifs ;
- rentabilité des acquisitions moindre qu'escomptée, voire négative.

Zones d'Impact : ANR, cash flow d'exploitation et résultat, liquidité.

b) Concentration sectorielle

Les actifs du Groupe sont constitués de huit immeubles de bureau, exposant de fait le Groupe à la cyclicité du marché immobilier des bureaux.

Principales conséquences pour le Groupe de la concentration sectorielle :

- Baisse de la valeur des immeubles de bureau ;
- Baisse potentielle des revenus locatifs des immeubles de bureau.

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

c) Concentration géographique

Six des huit actifs immobiliers du Groupe sont situés dans la même région, le grand-ouest Parisien, dont notamment trois sur l'île de la Jatte à Neuilly-Sur-Seine (92). Le rendement des actifs immobiliers varie notamment en fonction de la croissance économique de leur région géographique.

Principales conséquences pour le Groupe de la concentration géographique :

- Baisse de la valeur des immeubles de bureau situés en région ouest de Paris ;
- Baisse potentielle des revenus locatifs desdits immeubles de bureau.

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

d) Dépendance à l'égard de certains locataires

La société est actuellement dépendante de certains locataires et principalement des laboratoires Roche, locataire des immeubles Jatte 1 et Jatte 3, dont le bail arrive à échéance en juillet 2011. YSL Beauté est également locataire de l'immeuble Jatte 2 et Jatte 3 et peut mettre fin à ses baux à tout moment avec un préavis de 9 mois. Le non renouvellement de ce bail associé au départ d'YSL Beauté entraînerait une baisse temporaire des revenus locatifs de 13,5 M€ (52% des loyers annualisés).

Principales conséquences pour le Groupe de la dépendance à l'égard de certains locataires :

- Baisse de la valeur des actifs ;

- Baisse des revenus locatifs ;
- Insuffisance de liquidités et non-respect des engagements contractés au titre des prêts bancaires.

Zones d'Impact : ANR, cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

e) Niveau d'endettement

Le niveau d'endettement consolidé du Groupe est élevé compte tenu de la valeur de marché de ses actifs immobiliers. L'encours des emprunts bancaires à la date du présent document représente 64% de la valeur de marché (droits inclus) des actifs du Groupe. En cas d'insuffisance des revenus pour couvrir une des échéances de la dette, les banques prêteuses seraient en droit de demander l'exigibilité anticipée des prêts qu'elles ont consentis.

Principales conséquences pour le Groupe du niveau d'endettement :

- Nécessité de maintenir un certain niveau de revenus locatifs pour faire face au service de la dette ;

Zones d'Impact : Liquidité.

f) Respect des engagements pris aux termes des emprunts bancaires

La société et ses filiales ont choisi de recourir à des financements hypothécaires. En conséquence, tous les actifs de la société et ses filiales sont hypothéqués aux fins de garantir les emprunts bancaires. Chaque prêt hypothécaire comporte des déclarations, garanties et engagements financiers et des engagements d'information usuels pour ce type de prêt et conformes aux pratiques de marché eu égard à la nature des activités des sociétés emprunteuses et à leur niveau d'endettement. A cet égard, les prêts peuvent comporter un engagement de respecter un ratio LTV maximum, ou un ratio de couverture du service de la dette.

Principales conséquences pour le Groupe du non-respect des engagements pris aux termes des emprunts bancaires :

- Exigibilité immédiate des prêts concernés ;

Zones d'Impact : Liquidité.

g) Option pour le régime SIIC

Züblin Immobilière France et Züblin Immobilière Paris Ouest ont opté pour l'application du régime SIIC à compter du 1er avril 2006 et à ce titre, sont exonérées de l'impôt sur les sociétés. Cependant, le bénéfice de ce régime fiscal est subordonné notamment au respect de l'obligation de redistribuer une part importante des profits réalisés en franchise d'impôt et à certaines conditions de détention du capital de la société.

La perte du bénéfice du régime SIIC et de l'économie d'impôt correspondante ou d'éventuelles modifications substantielles des dispositions applicables aux SIIC, seraient susceptibles d'affecter l'activité, les résultats et la situation financière du Groupe. Dans l'hypothèse où l'une des sociétés sortirait du régime SIIC dans les dix ans suivant l'option, elle serait tenue d'acquitter un complément d'impôt sur les sociétés sur le montant des plus-values qui ont été imposées au taux réduit de 16,5% du fait de l'option pour le régime SIIC.

Le non-respect de l'obligation de conservation pendant cinq ans des actifs que Züblin Immobilière France et Züblin Immobilière Paris Ouest ont acquis ou pourraient acquérir sous le régime de l'article 210 E du Code général des impôts serait sanctionné par l'application d'une

pénalité de 25% de la valeur d'acquisition de l'actif pour lequel l'engagement de conservation n'a pas été respecté. Cette disposition s'appliquerait également en cas de perte du régime SIIC.

A compter du 1er janvier 2009, le bénéfice de l'exonération d'impôt sur les sociétés sera subordonné à la condition qu'un ou plusieurs actionnaires agissant de concert ne détiennent pas, directement ou indirectement, 60% ou plus du capital de Züblin Immobilière France. A la date d'établissement du présent document, Züblin Immobilien Holding AG détient 68,2% du capital de Züblin Immobilière France.

Depuis le 1er juillet 2007, les dividendes distribués au profit d'actionnaires, autres que les personnes physiques, détenant directement ou indirectement au moins 10% du capital d'une SIIC sont soumis à un prélèvement de 20% dû par la SIIC lorsque les bénéficiaires ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés ou à un impôt équivalent sur ces dividendes perçus (est réputé équivalent un impôt dont le montant est au moins égal à un tiers de l'impôt sur les sociétés qui aurait été dû en France dans les conditions de droit commun).

Principales conséquences pour le Groupe du non respect des obligations découlant du régime SIIC :

- En cas de perte du statut SIIC, imposition à posteriori des résultats et des plus values réalisés depuis l'entrée dans le régime SIIC et pénalités de 25% sur les acquisitions réalisées en régime 210 E du CGI ;
- En cas de non-conformité à la contrainte de détention maximale de 60% du capital par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires agissant de concert sans perte du régime SIIC, imposition du résultat du Groupe à l'impôt sur les sociétés de droit commun (33,3%) jusqu'à satisfaction de ladite contrainte et paiement d'une nouvelle exit tax lors du retour au régime d'exonération fiscale ;
- En cas de non-imposition des dividendes perçus par un actionnaire, personne morale, détenant plus de 10% du capital de Züblin Immobilière France, prélèvement sous forme d'impôt de 20% du montant desdits dividendes.

Zones d'Impact : Résultat, liquidité.

h) Importance des relations avec le groupe Züblin Immobilien AG

A la date du présent document, Züblin Immobilien Holding AG détient directement la majorité du capital et des droits de vote de Züblin Immobilière France. En conséquence, Züblin Immobilien Holding AG dispose d'une influence significative sur la société et sur la conduite de son activité car elle est ainsi en mesure de prendre des décisions importantes relatives non seulement à la composition du conseil d'administration de la société, à l'approbation de ses comptes ou au versement de dividendes, mais également au capital de la société ou à ses statuts.

Egalement, les termes et conditions des prêts hypothécaires contractés par le Groupe ont été arrêtés compte tenu de son appartenance au groupe Züblin Immobilien.

Principales conséquences pour le Groupe si le groupe Züblin Immobilien venait à détenir moins de 50,01% du capital et/ou des droits de vote de Züblin Immobilière France :

- Renchérissement potentiel des conditions de financement, voire obligation de remboursement par anticipation des emprunts ;

Zones d'Impact : cash-flow d'exploitation et résultat, liquidité.

i) Fluctuation des changes

Certains des prestataires de service du Groupe facturent leurs prestations en franc suisse (CHF). De ce fait, le Groupe est exposé à un risque d'appréciation du franc suisse par rapport à l'euro.

Principales conséquences pour le Groupe d'une appréciation du franc suisse par rapport à l'euro :

- Augmentation des charges d'exploitation ;

Zones d'Impact : cash-flow d'exploitation et résultat.

7.2 Gestion des risques, facteurs atténuants

Le Groupe attache une importance significative au suivi et à la gestion active de ses risques. Il a élaboré un programme de gestion des risques aux termes duquel les principaux risques inhérents à son activité sont identifiés, évalués et mesurés après prise en compte de facteurs d'atténuation. Le conseil d'administration est chargé de la supervision des activités de gestion des risques du Groupe et revoit à chacune de ses séances avec le management de la société, la situation de chaque risque identifié ainsi que le plan d'actions pour réduire ou éliminer ces risques.

Les tableaux ci-après présentent pour chacun des risques identifiés les éléments de suivi, de gestion et les facteurs atténuants.

7.2.1 Gestion des risques liés à l'environnement économique, financier et réglementaire du Groupe

Facteurs de risque	Gestion, facteurs atténuants	Commentaires
Conjoncture économique	Adaptation de la stratégie à la conjoncture, investissement dans des zones économiques fortes et diversifiées (Paris, Lyon, Marseille)	
Niveau des taux d'intérêts	Couverture en totalité du risque de taux sur les emprunts	Sensibilité de la juste valeur des swaps de taux (effet d'une variation de 100 bps sur les capitaux propres) : +100 bps + 9,5M€ -100 bps - 10,1M€
Accès aux marchés financiers	Recherche de sources de financement alternatives, adaptation de la stratégie.	
Risque de crédit	Contreparties bancaires de premier rang disposant d'excellente notation de crédit.	Les principaux locataires des actifs immobiliers du Groupe sont des entreprises nationales ou internationales

	<p>Existence de procédures destinées à s'assurer de la solvabilité des clients du Groupe.</p> <p>Un dépôt de garantie en espèces ou une caution bancaire est reçu de chaque locataire contribuant ainsi à minorer le risque de crédit.</p>	<p>de premier rang limitant ainsi le risque d'insolvabilité.</p> <p>Aucun risque d'insolvabilité significatif n'a été relevé au cours du premier semestre de l'exercice 2008/2009 ou des exercices précédents</p>
Evolution de la réglementation	Suivi des évolutions de la réglementation notamment en matière environnementale et énergétique	

7.2.2 *Gestion des risques liés au secteur d'activité du Groupe*

Facteurs de risque	Gestion, facteurs atténuants	Commentaires
Absence de liquidité des actifs	Investissement dans des marchés immobiliers liquides. Taille des actifs choisie en fonction de la liquidité des marchés sous-jacents	Paris : 10M€ - 100M€ Lyon/Marseille : 10M€ - 50M€
Vieillesse des immeubles	Programme pluriannuel de travaux	Cf paragraphe 2.2 du présent rapport
Baux commerciaux	Le Groupe suit attentivement l'échéancier des baux et s'emploie à pérenniser les loyers et le taux d'occupation des immeubles, notamment en développant des relations partenariales avec ses locataires.	Au cours de l'exercice 2011-2012 entre 32% et 40% des baux arriveront à échéance (selon que l'on retient la date de fin de bail ou celle de la prochaine option triennale de résiliation)
Fluctuation des valeurs et des revenus locatifs	Idem ci-dessus	Le risque concerne plus particulièrement l'immeuble Jatte 1, loué à et dont le bail arrive à échéance en juillet 2011. Le non renouvellement de ce bail entraînerait une baisse temporaire des loyers de 8,5 M€ (32% des loyers annualisés). La relocation ultérieure de ces immeubles à des conditions de marché identiques à celles qui prévalent actuellement entraînerait également une diminution des recettes locatives de 2,4 M€ (9% des loyers annualisés).

7.2.3 *Gestion des risques liés aux choix stratégiques, financiers et opérationnels du Groupe*

Facteurs de risque	Gestion, facteurs atténuants	Commentaires
Stratégie d'acquisition	Le Groupe a mis en place des critères précis d'appréciation des opportunités d'acquisition et s'entoure d'experts pour effectuer les audits préalables	Outre les critères de localisation, de situation technique, environnementale et locative, les acquisitions doivent avoir un effet relatif immédiat sur le cash flow d'exploitation
Concentration sectorielle	Le Groupe souhaite à terme diversifier ses investissements dans les commerces et la logistique	
Concentration géographique	Le Groupe investit dans des marchés diversifiés et liquides.	Bien que la région parisienne est appelée à rester prépondérante, le Groupe souhaite poursuivre ses investissements à Lyon et Marseille
Dépendance à l'égard de certains locataires	Par sa stratégie d'acquisition, le Groupe cherche à diminuer le risque de dépendance	Au 30.09.08, Roche représente 40% des revenus locatifs annualisés et YSL Beauté 12% contre respectivement, 68% et 23% en mars 2006
Niveau d'endettement	Le Groupe dispose d'une structure financière qu'il considère adaptée à ses objectifs. Tous les emprunts sont remboursables in fine	Tous les emprunts ont une maturité supérieure à 5 ans. Le Groupe a revu à la baisse ses objectifs de LTV à court terme (<60%)
Engagements pris aux termes des emprunts	Le Groupe suit attentivement les engagements pris aux termes des emprunts. Une analyse de sensibilité est mise à jour régulièrement	Cf. paragraphe 11.4 du présent rapport

Option pour le régime SIIC	Le Groupe s'emploie à respecter les obligations découlant du régime SIIC.	A ce jour, en l'absence d'instruction administrative les conséquences d'une non-conformité avec SIIC 4 ne peuvent pas être déterminées précisément. La société Züblin Immobilien Holding AG a confirmé au Groupe son intention de se mettre en conformité avec le régime SIIC 4.
Importance des relations avec Züblin Immobilien AG	Le Groupe suit les meilleures pratiques en matière de gouvernance et de transparence	
Risque de change	Le chiffre d'affaires du Groupe est exclusivement en euros. Le montant des frais payés en francs suisse est peu important	

8. PARTICIPATION DES SALARIES AU CAPITAL

Au 30 septembre 2008,

Monsieur Pierre Essig, administrateur et directeur général détient 18 583 actions de la société.

9. RENSEIGNEMENTS RELATIFS AUX ACQUISITIONS D' ACTIONS DE LA SOCIETE FAITES AU BENEFICE DES SALARIES

Pour la période du 1^{er} avril 2008 au 30 septembre 2008 aucune acquisition d'actions de la Société au bénéfice des salariés n'a été réalisée.

LE CONSEIL D'ADMINISTRATION